BANQUE DU CANADA
BANK OF CANADA

# RAPPORT SUR LA POLITIQUE MONÉTAIRE

Avril 2016

# La stratégie de maîtrise de l'inflation au Canada[1]

## Le ciblage de l'inflation et l'économie

- La Banque du Canada a pour mandat de mener la politique monétaire de manière à favoriser la prospérité économique et financière des Canadiens.
- L'expérience du Canada en matière de ciblage de l'inflation depuis 1991 a démontré que c'est en gardant l'inflation à un niveau bas, stable et prévisible qu'on peut le mieux préserver la confiance dans la valeur de la monnaie et contribuer à la croissance soutenue de l'économie, à la progression de l'emploi et à l'amélioration du niveau de vie.
- En 2011, le gouvernement canadien et la Banque du Canada ont reconduit la cible de maîtrise de l'inflation pour une nouvelle période de cinq ans qui se terminera le 31 décembre 2016. Établie pour l'inflation mesurée par l'indice des prix à la consommation (IPC) global, cette cible est de 2 %, soit le point médian d'une fourchette dont les limites sont fixées à 1 et à 3 %.

## L'instrument de politique monétaire

- La Banque mène la politique monétaire en modifiant le taux cible du financement à un jour[2]. Ces modifications se transmettent à l'économie par l'influence qu'elles exercent sur les taux d'intérêt du marché, sur les prix des actifs nationaux et sur le taux de change, dont l'évolution se répercute à son tour sur la demande globale de biens et de services canadiens. L'équilibre entre cette demande et la capacité de production de l'économie constitue, à terme, le principal déterminant des pressions inflationnistes au sein de l'économie.
- Il faut un certain temps — entre six et huit trimestres, habituellement — pour que les effets des interventions en matière de politique monétaire se propagent dans l'économie et se fassent sentir pleinement sur l'inflation. C'est pourquoi la politique monétaire doit avoir une orientation prospective.
- Conformément à son engagement d'assurer des communications claires et transparentes, la Banque présente régulièrement son point de vue sur les forces à l'œuvre au sein de l'économie et sur leurs implications pour l'inflation. La rédaction du *Rapport sur la politique monétaire* constitue un élément important de cette démarche. Les décisions de la Banque en matière de politique monétaire sont normalement annoncées à huit dates préétablies au cours de l'année et les résultats de l'actualisation de sa projection, y compris les risques qui l'entourent, font l'objet d'une analyse complète publiée quatre fois par an dans le *Rapport*.

## Le régime de ciblage de l'inflation est *symétrique* et *flexible*

- Le régime canadien de ciblage de l'inflation se distingue par son caractère *symétrique* : la Banque se préoccupe en effet autant d'un taux d'inflation qui dépasse la cible de 2 % que d'un taux qui lui est inférieur.
- Ce régime est également *flexible*. En temps normal, la Banque cherche à ramener l'inflation au taux visé dans un délai de six à huit trimestres. L'horizon pour l'atteinte de la cible d'inflation pourra cependant varier, selon la nature et la persistance des chocs économiques.

## Le suivi de l'inflation

- Une bonne part des variations que connaît l'IPC global à court terme est attribuable aux fluctuations des prix de composantes volatiles, comme les fruits et l'essence, et aux modifications des impôts indirects. C'est pour cette raison que la Banque suit de près, outre l'IPC global, un ensemble de mesures de l'inflation « fondamentale », par exemple l'indice IPCX, qui exclut huit des composantes les plus volatiles de l'IPC global ainsi que l'effet des modifications des impôts indirects sur les autres composantes. Ces mesures lui permettent de faire abstraction des variations temporaires des prix et de se concentrer sur la tendance sous-jacente de l'inflation. L'inflation fondamentale sert de *guide* à la conduite de la politique monétaire pour faciliter l'atteinte de la cible fixée pour l'inflation mesurée par l'IPC global; elle ne se substitue pas à celle-ci.

---

1 Voir la *Déclaration commune du gouvernement canadien et de la Banque du Canada concernant la reconduction de la cible de maîtrise de l'inflation* (8 novembre 2011) ainsi que le document d'information publié à ce sujet. On peut consulter ces deux documents dans le site Web de l'institution.

2 La Banque dispose d'une série de mesures exceptionnelles qu'elle pourrait prendre pour accroître la détente monétaire ou améliorer les conditions sur le marché du crédit lorsque les taux d'intérêt se situent à un niveau très bas. Ces mesures et les principes qui en régissent l'utilisation sont décrits dans le *Cadre de conduite de la politique monétaire en contexte de bas taux d'intérêt*, publié également dans le site de la Banque.

---

Le *Rapport sur la politique monétaire* de la Banque du Canada peut être consulté dans le site Web de la Banque, à l'adresse **banqueducanada.ca**

**Pour de plus amples renseignements, veuillez communiquer avec le :**

Service d'information publique
Département des Communications
Banque du Canada
234, avenue Laurier Ouest
Ottawa (Ontario) K1A 0G9

Téléphone : 613 782-8111;
1 800 303-1282 (sans frais en Amérique du Nord)
Courriel : info@banqueducanada.ca
Site Web : banqueducanada.ca

ISSN 1201-8783 (version papier)
ISSN 1490-1242 (Internet)
© Banque du Canada 2016

BANQUE DU CANADA
BANK OF CANADA

# Rapport sur la politique monétaire

Avril 2016

Le présent rapport émane du Conseil de direction de la Banque du Canada, composé de Stephen S. Poloz, Carolyn Wilkins, Timothy Lane, Lawrence Schembri et Lynn Patterson.

# Table des matières


L'économie mondiale ..... 1

- Les États-Unis ..... 3
- Les autres économies avancées ..... 4
- La Chine ..... 4
- Le potentiel de croissance de l'économie mondiale ..... 6
- Les prix des produits de base ..... 6
- Les conditions financières ..... 8
- Résumé ..... 10

L'économie canadienne ..... 11

- La croissance du PIB réel ..... 13
- Les pressions sur la capacité de production ..... 15
- L'inflation ..... 17
- L'ajustement de l'économie ..... 18
- La croissance de la production potentielle ..... 18
- Les conditions financières ..... 20
- Le secteur des ressources ..... 20
- Les exportations hors produits de base ..... 20
- Les investissements des entreprises ..... 23
- Les mesures budgétaires ..... 24
- Les dépenses des ménages ..... 25
- Les perspectives économiques ..... 26
- Les perspectives d'inflation ..... 27

Les risques entourant les perspectives d'inflation ..... 31

Annexe : Mise à jour des estimations de la croissance de la production potentielle ..... 33

# L'économie mondiale

La Banque s'attend à ce que la croissance économique mondiale se raffermisse peu à peu, après avoir été plus faible que prévu au début de 2016. Les nouvelles données concordent avec les prévisions de poursuite d'une croissance modeste présentées dans le *Rapport sur la politique monétaire* de janvier. Ce flux de données, ainsi que les mesures prises par les banques centrales, a contribué à une amélioration des conditions financières en apaisant les préoccupations immédiates des marchés concernant la possibilité d'un ralentissement marqué. La Banque centrale européenne (BCE) et la Banque du Japon ont accru la détente monétaire, alors que la Réserve fédérale des États-Unis a indiqué que le resserrement monétaire se ferait plus lentement.

Le raffermissement anticipé de la croissance de l'économie mondiale, d'environ 3 % en 2016 à quelque 3 1/2 % en 2017-2018 (**Tableau 1** et **Graphique 1**), devrait être soutenu par les politiques monétaires expansionnistes, un ralentissement du rythme de contraction dans certains pays émergents et les réformes engagées dans divers pays afin de favoriser la croissance économique. Le profil de croissance est un peu plus modéré

**Tableau 1 : Projection relative à la croissance de l'économie mondiale**

| | Part du PIB mondial réel[a] (en pourcentage) | Croissance projetée[b] (en pourcentage) | | | |
|---|---|---|---|---|---|
| | | 2015 | 2016 | 2017 | 2018 |
| États-Unis | 16 | 2,4 (2,4) | 2,0 (2,4) | 2,1 (2,4) | 2,1 |
| Zone euro | 12 | 1,5 (1,5) | 1,4 (1,6) | 1,6 (1,6) | 1,7 |
| Japon | 4 | 0,5 (0,7) | 0,5 (0,9) | 0,7 (0,8) | 0,8 |
| Chine | 17 | 6,9 (6,9) | 6,5 (6,4) | 6,4 (6,2) | 6,3 |
| Pays émergents importateurs de pétrole[c] | 33 | 3,4 (3,3) | 3,6 (3,8) | 4,2 (4,4) | 4,4 |
| Autres pays[d] | 18 | 1,5 (1,4) | 1,5 (2,0) | 2,5 (3,2) | 3,1 |
| Ensemble du monde | 100 | 3,1 (3,1) | 3,0 (3,3) | 3,4 (3,6) | 3,6 |

a. La part de chaque pays ou groupe de pays est calculée d'après les estimations du Fonds monétaire international (FMI) des PIB mesurés en parité des pouvoirs d'achat pour 2014 publiées en octobre 2015 dans les *Perspectives de l'économie mondiale*.

b. Les chiffres entre parenthèses correspondent aux projections présentées dans la livraison de janvier 2016 du *Rapport sur la politique monétaire* de la Banque du Canada.

c. Le groupe des pays émergents importateurs de pétrole n'inclut pas la Chine. Il est composé des grands pays émergents d'Asie, d'Amérique latine, du Moyen-Orient et d'Afrique — comme l'Inde, le Brésil et l'Afrique du Sud — ainsi que des nouveaux pays industrialisés comme la Corée du Sud.

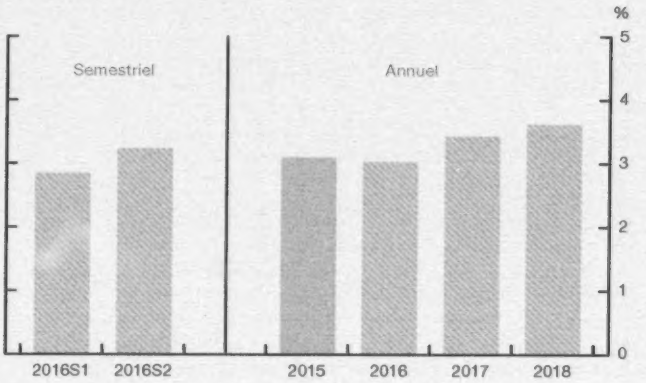
d. Le groupe « Autres pays » comprend toutes les économies qui ne font pas partie des cinq premières régions : États-Unis, zone euro, Japon, Chine ainsi que les pays émergents importateurs de pétrole, à l'exception de la Chine. Il est composé des pays émergents exportateurs de pétrole (p. ex., Russie, Nigéria et Arabie saoudite) et des autres économies avancées (p. ex., Canada, Royaume-Uni et Australie).

Source : Banque du Canada

que prévu en janvier, cependant, en raison du rythme d'expansion plus faible enregistré dans certaines régions au début de 2016 ainsi que d'une légère révision à la baisse de la trajectoire estimée pour le produit intérieur brut (PIB) potentiel du globe. Les cours du pétrole ont été volatils, mais demeurent bas (**Graphique 2**) et continuent à exercer des effets différents selon les régions. Le processus d'ajustement qui s'opère dans les pays exportateurs de produits de base est favorisé par la dépréciation passée des taux de change, qui contribue à stimuler leurs exportations nettes (**Graphique 3**).

**Graphique 1 : La croissance économique mondiale devrait se raffermir peu à peu, après avoir été modeste au début de 2016**

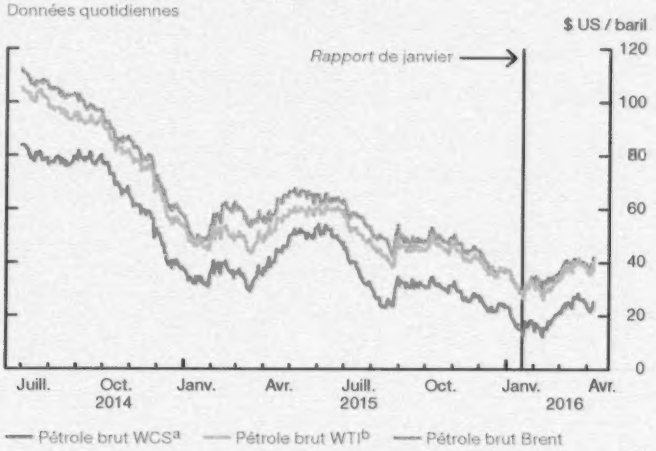
Taux de variation d'une période à l'autre, annualisé




Source : estimations et projections de la Banque du Canada

**Graphique 2 : Les cours du pétrole brut demeurent faibles**

Données quotidiennes

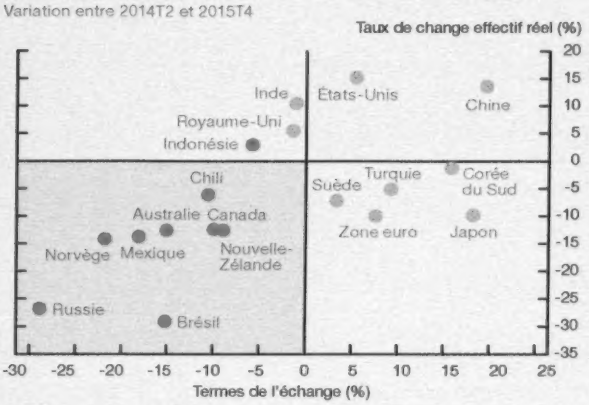



a. Le sigle WCS signifie Western Canada Select.
b. Le sigle WTI signifie West Texas Intermediate.
Sources : Haver Analytics et Bloomberg

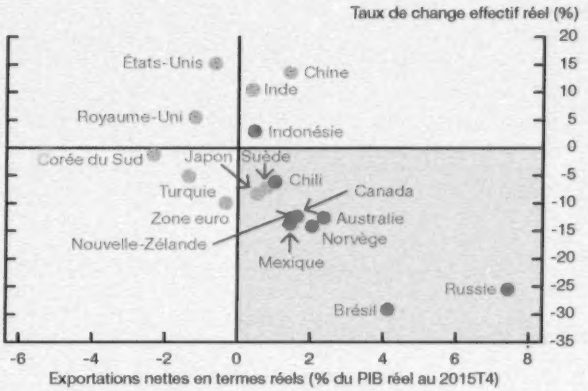
Dernière observation : 8 avril 2016

**Graphique 3 : Les termes de l'échange de la plupart des pays exportateurs de produits de base ont diminué...**

Variation entre 2014T2 et 2015T4




**... mais la dépréciation du taux de change effectif réel favorise les exportations nettes**




● Exportateurs nets de produits de base ● Importateurs nets de produits de base

Sources : J.P. Morgan et sources nationales par l'intermédiaire de Haver Analytics, base de données des Nations Unies sur le commerce des produits de base et calculs de la Banque du Canada

## Les facteurs fondamentaux robustes de l'économie américaine soutiennent une croissance modérée

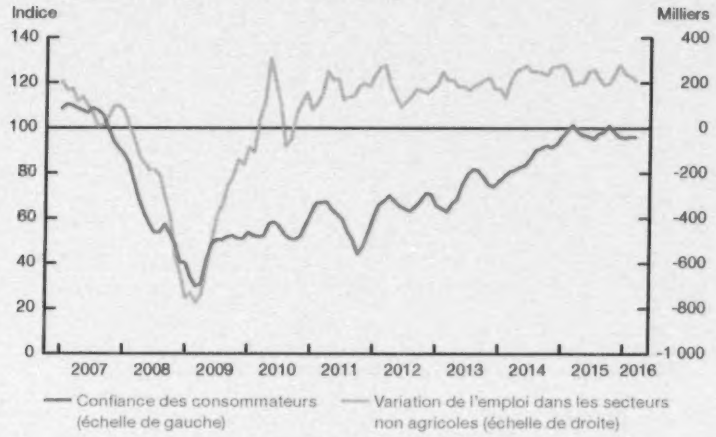
L'activité économique a progressé à un rythme modeste aux États-Unis à la fin de 2015 et au début de 2016. Bien que la demande intérieure privée dans ce pays au dernier trimestre de 2015 se soit révélée plus résiliente qu'escompté dans le *Rapport* de janvier, surtout au titre de la consommation et de l'investissement résidentiel, on s'attend maintenant à ce que la croissance demeure modeste au premier trimestre de 2016. Le rythme d'expansion plus faible observé au début de l'année s'explique par le recul des dépenses de consommation en janvier, la contraction supplémentaire des investissements imputable au secteur pétrolier et gazier, et l'effet retardé de l'appréciation du dollar américain sur les exportations.

On prévoit un renforcement de la progression du PIB total en 2016, grâce à la vigueur sous-jacente du marché du travail et à la confiance des consommateurs (**Graphique 4**), aux bas prix du pétrole et à la politique monétaire encore expansionniste. Le marché américain du travail a enregistré un gain mensuel moyen de plus de 200 000 emplois au premier trimestre de 2016, un rythme robuste qui se maintient depuis mars 2014. Des indices laissent croire que la solidité de la croissance de l'emploi incite maintenant les travailleurs à retourner sur le marché du travail : depuis septembre 2015, le taux de participation n'a cessé de croître, ce qui a inversé une partie de la baisse observée depuis la crise financière et économique mondiale de 2007-2009.

La robustesse des facteurs fondamentaux devrait favoriser une expansion de l'ordre de 2 % au cours de la période de projection. Il s'agit d'une cadence plus modérée que prévu dans le *Rapport* de janvier, qui reflète l'activité plus faible enregistrée au début de 2016 et des nouvelles évaluations des tendances du logement et de la productivité. L'investissement résidentiel devrait croître au rythme solide de 9 % par année jusqu'à la fin de 2018, quoiqu'il ait été révisé à la baisse par suite d'une réévaluation des facteurs fondamentaux sous-jacents du marché du logement. Cette révision tient compte d'une réévaluation des implications de l'évolution de

**Graphique 4 : Les gains au chapitre de l'emploi et la confiance des consommateurs aux États-Unis avoisinent les sommets atteints depuis la récession**

Moyenne mobile sur trois mois; base 100 de l'indice : 1985




Sources : Conference Board des États-Unis et Bureau des statistiques du travail des États-Unis

Dernière observation : mars 2016

la construction résidentielle vers les immeubles à logements multiples aux États-Unis, lesquels requièrent des investissements moindres, et de l'accès limité au crédit hypothécaire pour certains emprunteurs. L'atonie persistante de la croissance tendancielle de la productivité laisse également entrevoir un rythme d'expansion du PIB un peu plus lent qu'anticipé précédemment durant l'horizon de projection.

L'inflation s'est accrue depuis le quatrième trimestre de 2015, et on s'attend à ce qu'elle atteigne 2 % d'ici 2018, à la faveur de la résorption graduelle de la marge de capacités inutilisées sur le marché du travail.

## Les perspectives de croissance des autres grandes économies avancées demeurent atones

La reprise économique timide dans la zone euro et au Japon repose sur une politique monétaire expansionniste, les bas prix du pétrole et les dépréciations passées des taux de change. Certains facteurs continuent à ralentir la croissance et l'inflation. Dans la zone euro, la croissance est bridée par la réduction des leviers d'endettement en cours, la confiance chancelante des investisseurs et les conditions d'octroi de prêt restrictives. Ces facteurs sont contrebalancés en partie par un accroissement des dépenses budgétaires visant à soutenir l'arrivée d'un grand nombre de réfugiés. Parallèlement, au Japon, la faible progression des salaires freine la consommation.

## La Chine rééquilibre son économie vers une croissance plus viable, ce qui fait toutefois peser des risques sur la stabilité financière

La Chine garde le cap sur une trajectoire de croissance plus soutenable pour son économie. Celle-ci est en processus de rééquilibrage allant des investissements vers la consommation, et de l'industrie lourde vers le

secteur des services, qui compte maintenant pour un peu plus de 50 % du PIB de la Chine. Même si le rythme d'expansion devrait ralentir progressivement, la transition comporte des défis. Par exemple, dans le cas d'un ralentissement de la croissance, des entreprises très endettées pourraient être une source de tensions financières.

On s'attend à ce que la croissance du PIB de la Chine ralentisse pour passer de 6,9 % en 2015 à 6,3 % en 2018, ce qui représente une baisse un peu plus graduelle que prévu dans le *Rapport* de janvier. Les annonces faites récemment concernant la politique budgétaire ainsi que les données relatives au crédit portent à croire que le gouvernement chinois prend des mesures afin de soutenir la progression de la demande intérieure. Les stimulants budgétaires devraient reposer surtout sur l'augmentation des dépenses d'infrastructure et sur des baisses d'impôt pour les entreprises. Même si ces mesures de soutien supplémentaires devraient stimuler la croissance à court terme, les vulnérabilités financières seront aussi exacerbées si les hausses ciblées par le gouvernement au chapitre de l'expansion de l'ensemble du crédit sont réalisées.

Dans les autres pays émergents importateurs de pétrole, la croissance devrait se raffermir grâce à la modération de la vive contraction de l'activité économique dans certains pays, à l'accumulation des avantages nets de la baisse des prix du pétrole et aux progrès accomplis sur le plan des réformes structurelles, particulièrement l'élimination des obstacles réglementaires à la croissance. Les conditions dans les pays dont l'économie se contracte, comme le Brésil, ne se sont pas améliorées autant qu'on l'avait prévu, cependant. On s'attend également à ce que les exportations nettes des pays émergents importateurs de pétrole soient moindres en raison du tassement de la demande extérieure. Les perspectives à court terme des pays émergents importateurs de pétrole sont par conséquent un peu plus faibles que celles présentées en janvier.

La croissance devrait se redresser dans le reste du monde en 2017 et en 2018, grâce à la stabilisation de l'économie russe et à l'ajustement des autres pays exportateurs de pétrole au recul des cours pétroliers. Quoique les effets de cet ajustement doivent se dissiper, les perspectives pour le reste du monde sont plus sombres qu'escompté en janvier, compte tenu du nouveau repli des investissements dans le secteur pétrolier et des compressions budgétaires additionnelles annoncées par certains pays exportateurs de pétrole.

Bien que la période récente ait été difficile pour bon nombre d'économies émergentes, celles-ci ont, de manière générale, pris des mesures au cours des vingt dernières années pour améliorer leur capacité de résister aux tensions économiques et financières. Néanmoins, certaines zones de vulnérabilité se sont intensifiées, surtout dans les pays où la baisse des prix des produits de base a exacerbé les préoccupations liées au contexte géopolitique, politique et budgétaire et dans les pays dont l'encours d'obligations de sociétés libellées en dollars américains est en hausse. Si de nombreuses économies émergentes projettent de nouvelles réformes structurelles afin d'accroître leur résilience aux chocs externes et de soutenir la croissance dans les années à venir, on peut s'attendre à ce que les progrès soient inégaux d'un pays à l'autre.

## Les estimations du potentiel de croissance de l'économie mondiale ont été révisées à la baisse

Le taux de croissance estimatif de la production potentielle de l'économie du globe a été révisé à la baisse et s'établit à environ 3 1/4 %, en moyenne, au cours de la période de projection. Cette révision tient principalement aux investissements plus faibles qu'escompté dans les pays émergents, notamment ceux qui exportent du pétrole. La Banque a également revu à la baisse son évaluation du taux d'expansion de la production potentielle aux États-Unis, qui s'élève à quelque 1 3/4 %, le rythme d'accroissement de la productivité étant demeuré inférieur aux prévisions. Ce rythme devrait s'améliorer progressivement, mais la faiblesse continue laisse entrevoir une tendance plus modérée qu'on ne l'avait estimé auparavant. L'atonie persistante du commerce mondial et des investissements observée ces dernières années a peut-être aussi pesé sur la croissance de la productivité à l'échelle du globe.

## Les prix des produits de base restent bas

Les prix des produits de base énergétiques et non énergétiques sont encore bien en deçà des moyennes historiques (**Graphique 5**). L'incertitude quant à la nature et à la vitesse des ajustements de l'offre et de la demande concourt à la volatilité récente des prix du pétrole. Parmi les facteurs qui influent sur les variations de ces prix, mentionnons la réduction de la production de pétrole de schiste aux États-Unis, les perturbations temporaires de l'offre en Iraq et au Nigéria, et l'amélioration de la confiance des marchés à l'égard de la croissance dans le monde (particulièrement en Chine).

Graphique 5 : **Les prix des produits de base demeurent bien en deçà des moyennes historiques**

Base 100 de l'indice : janvier 2000, données mensuelles

Nota : Les sous-indices des prix nominaux des produits de base établis par la Banque du Canada ont été corrigés à l'aide de l'indice implicite des prix du PIB des États-Unis. Les moyennes historiques sont déterminées d'après les valeurs mensuelles moyennes de chaque indice pour la période 1972-2015.

Sources : Bureau d'analyse économique des États-Unis et Banque du Canada

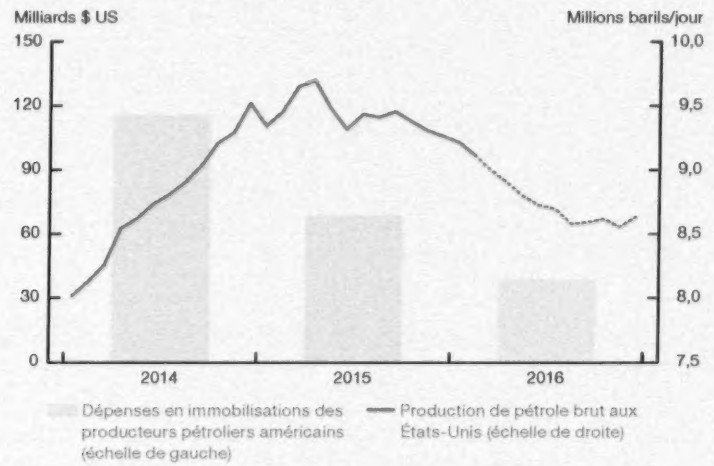
Dernière observation : mars 2016

Par convention, la Banque postule que les cours du pétrole demeureront près de leurs niveaux récents. Dernièrement, les cours du Brent, du West Texas Intermediate et du Western Canada Select se sont établis en moyenne à 40, 38 et 25 dollars américains le baril, respectivement, soit de deux à trois dollars de plus que le niveau postulé en janvier.

Les perspectives d'évolution à court terme des prix du pétrole sont entachées de risques, aussi bien à la hausse qu'à la baisse. Des risques à la baisse liés aux stocks élevés persistent, en particulier dans le Midwest américain. Par ailleurs, si les producteurs parviennent à réaliser d'autres économies ou que les sociétés pétrolières américaines profitent du raffermissement des cours observé dernièrement pour couvrir leur production future, le rééquilibrage du marché pourrait prendre plus de temps que prévu. Des risques à la hausse tout aussi importants pèsent sur les prix. Les producteurs américains de pétrole de schiste très endettés ayant un accès réduit au financement, il se pourrait que l'offre diminue plus rapidement qu'anticipé. Certains membres de l'Organisation des pays exportateurs de pétrole (OPEP) ainsi que des producteurs n'en faisant pas partie sont en train de négocier un accord sur un gel de la production, ce qui rend plus probable la conclusion d'une entente plus large visant à limiter la production. L'instabilité politique qui règne dans certains pays exportateurs de pétrole pourrait aussi entraîner des perturbations de l'offre.

À moyen terme, les risques liés aux prix du pétrole sont orientés à la hausse, mais une très grande incertitude demeure quant au niveau des prix requis pour équilibrer le marché. La réduction substantielle des investissements dans le pétrole de schiste aux États-Unis depuis 2014 devrait se traduire par un nouveau recul de la production de pétrole dans ce pays (Graphique 6). Comme l'offre émanant des pays non membres de l'OPEP devrait diminuer et que la croissance de la demande devrait rester stable, l'offre excédentaire

Graphique 6 : **La baisse des dépenses en immobilisations et de la production de brut du secteur pétrolier aux États-Unis devrait contribuer à rééquilibrer le marché mondial de l'or noir**




Nota : Les dépenses en immobilisations liées au pétrole aux États-Unis ont été calculées d'après les chiffres des rapports annuels de 53 producteurs de pétrole indépendants.

Sources : Agence internationale de l'énergie et calculs de la Banque du Canada

Dernières valeurs du graphique : 2016 (dépenses en immobilisations) et décembre 2016 (production de pétrole)

observée actuellement au sein du marché pétrolier mondial devrait reculer. L'ampleur possible d'une augmentation des prix est limitée, cependant, car les mesures de réduction des coûts en cours et les avancées technologiques aident à faire baisser les coûts de production, en particulier de la production de pétrole non classique comme le pétrole de schiste.

Les prix des produits de base non énergétiques sont légèrement supérieurs aux niveaux de janvier, ce qui s'explique par le renchérissement d'un éventail de sous-composantes. Le nouvel accroissement attendu des dépenses d'infrastructure en Chine a dissipé certaines inquiétudes concernant la demande future de métaux communs, ce qui soutient les prix. L'offre de nombreux métaux devrait toutefois demeurer excédentaire au cours des prochaines années, la production continuant d'augmenter à l'échelle du globe du fait de l'ouverture récente de nouvelles mines. Les prix du bois d'œuvre, quant à eux, devraient grimper jusqu'à la fin de 2018, puisque la forte demande de logements aux États-Unis — bien que moins robuste qu'anticipé en janvier — coïncide avec une croissance de l'offre de bois d'œuvre canadien plus modeste que celle observée en 2015. Dans l'ensemble, les prix des produits agricoles devraient se maintenir près de leurs niveaux actuels. Compte tenu de ces forces, l'indice des prix des produits de base non énergétiques établi par la Banque devrait continuer d'avoisiner son niveau récent durant la période de projection.

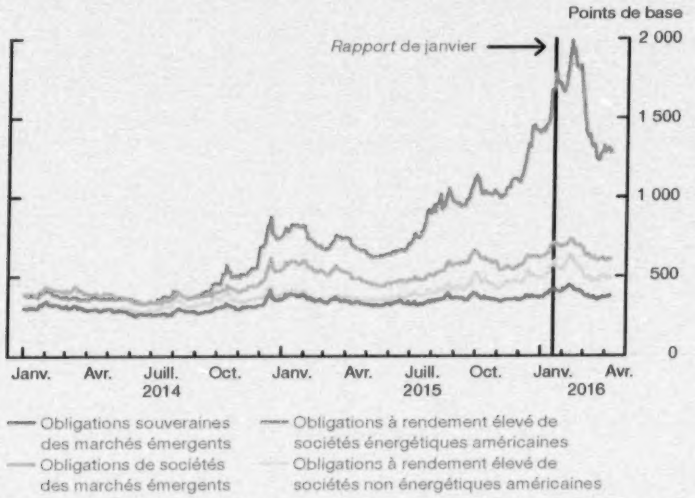
## Les conditions financières se sont améliorées

Les conditions financières se détérioraient au début de 2016, en raison des inquiétudes accrues des marchés quant à la durabilité de la reprise mondiale. Des données publiées depuis janvier et d'autres facteurs ont cependant apaisé les craintes à l'égard d'un ralentissement marqué de la croissance de l'économie mondiale. La plupart des indices boursiers ont monté, les investissements de portefeuille ont augmenté dans de nombreux pays émergents et les écarts de crédit se sont rétrécis (**Graphique 7**). Les mesures prises par les banques centrales ont aussi joué un rôle important dans l'amélioration des conditions financières. L'accentuation de la détente monétaire de la part de la Banque du Japon et de la BCE a contribué à faire baisser davantage les rendements des obligations d'État, et la zone euro a aussi enregistré un recul du rendement des obligations de sociétés coïncidant avec l'expansion de son programme d'assouplissement quantitatif par l'ajout de ce type d'obligations. Certaines déclarations de la Réserve fédérale des États-Unis ont également été interprétées par les marchés comme étant le signal d'une modération du rythme de resserrement de la politique monétaire, ce qui a contribué à maintenir les pressions à la baisse sur les rendements des titres du Trésor américain et par le fait même à soutenir davantage le prix des actifs.

Si la volatilité des marchés financiers a diminué depuis janvier, l'incertitude subsiste sur les marchés quant à la vigueur de la reprise dans le monde. Les corrélations entre les mouvements des prix des actifs à l'échelle du globe, conjuguées à la liquidité réduite dans certains marchés, pourraient entraîner des variations marquées des prix des actifs et des flux de capitaux en cas de publication de nouvelles données économiques décevantes. Les pays émergents dont l'encours des obligations libellées en devises est important sont encore particulièrement vulnérables à des revirements soudains de la confiance des marchés (**Graphique 8**).

**Graphique 7 : Les écarts de taux se sont rétrécis, surtout dans le secteur de l'énergie**

Écarts (corrigés en fonction des clauses relatives aux options) entre les obligations libellées en $ US et les obligations du Trésor américain



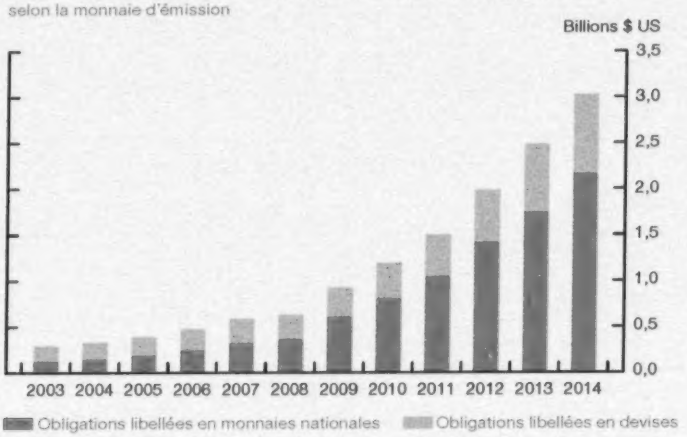

Nota : L'indice des obligations de sociétés des marchés émergents se compose d'obligations de bonne qualité et d'obligations à rendement élevé.

Source : Bank of America Merrill Lynch

Dernière observation : 8 avril 2016

**Graphique 8 : L'encours des obligations libellées en devises a augmenté dans les économies émergentes**

Encours des obligations de sociétés non financières des marchés émergents, selon la monnaie d'émission




Source : Fonds monétaire international

Dernière observation : 2014

## Résumé

Même si la mesure de l'activité étrangère utilisée par la Banque, un indicateur de la demande d'exportations canadiennes, devrait progresser fortement au cours de la période de projection, elle a été revue à la baisse. Ce changement est attribuable à la révision des perspectives concernant les investissements dans le secteur résidentiel et dans celui du pétrole et du gaz aux États-Unis, qui sont parmi les principales sources de la demande d'exportations canadiennes.

Le dollar canadien s'est apprécié par rapport au dollar américain, en réaction à l'évolution des attentes des marchés quant à l'orientation des politiques monétaires des deux pays, ainsi qu'à l'augmentation des prix des produits de base. Par convention, la Banque prend pour hypothèse que le dollar canadien se situera, durant la période de projection, près du niveau moyen observé récemment, en l'occurrence 76 cents, comparativement au niveau de 72 cents postulé en janvier.

# L'économie canadienne

Depuis le début de 2016, l'inflation mesurée par l'IPC global se maintient au-dessous de 2 % en moyenne. Les pressions à la baisse qu'exercent la diminution des prix des produits énergétiques de consommation et la marge persistante de capacités excédentaires ont été compensées en partie seulement par l'impulsion passagère due à la transmission de la dépréciation passée du dollar canadien aux prix des biens de consommation. Ces effets devraient diminuer progressivement. Il s'ensuit que l'inflation mesurée par l'IPC global devrait se maintenir en deçà de 2 % tout au long de 2016, et se situer près de 2 % par la suite. L'inflation mesurée par l'indice de référence devrait avoisiner 2 % durant toute la période de projection, les incidences positives de la transmission des variations du taux de change faisant contrepoids aux effets désinflationnistes de la marge de capacités excédentaires au sein de l'économie.

L'économie canadienne continue d'opérer des ajustements complexes face au repli des cours mondiaux des produits de base et à la dégradation des termes de l'échange du Canada. La contraction des investissements des entreprises dans le secteur de l'énergie a exercé un effet modérateur important sur l'activité économique. L'activité en dehors des secteurs les plus touchés a poursuivi son expansion; l'emploi et les dépenses des ménages quant à eux se sont maintenus à l'échelle nationale.

La réorientation vers les secteurs hors ressources est facilitée par l'expansion en cours aux États-Unis, la dépréciation passée du dollar canadien et les conditions monétaires et financières expansionnistes. Le processus d'ajustement complexe aura des répercussions importantes sur la croissance de la production potentielle dans les années à venir[1]. L'estimation que fait la Banque de la croissance de la production potentielle est à présent beaucoup plus basse qu'auparavant.

D'après les estimations, la croissance du PIB réel a atteint 2,8 % au premier trimestre de 2016, mais devrait ralentir au deuxième trimestre. Cette dynamique s'explique surtout par la volatilité des échanges commerciaux et par la répartition inégale dans le temps des dépenses des ménages au premier semestre de l'année. Par la suite, la croissance devrait se renforcer à mesure que l'effet modérateur exercé par le secteur des ressources s'estompe et que l'intensification de l'activité économique dans le secteur hors ressources s'impose comme la tendance dominante (**Tableau 2** et **Tableau 3**). Le PIB réel devrait progresser de 1,7 % en 2016, de 2,3 % en 2017 et de 2,0 % en 2018.

1 L'ajustement de la production potentielle face au recul des prix des produits de base devrait se poursuivre jusqu'en 2019.

**Tableau 2 : Contribution à la croissance annuelle moyenne du PIB réel**
En points de pourcentage[a, b]

| | 2015 | 2016 | 2017 | 2018 |
|---|---|---|---|---|
| Consommation | 1,1 (1,1) | 1,0 (1,0) | 1,2 (1,1) | 1,0 |
| Logement | 0,3 (0,3) | 0,2 (0,1) | 0,1 (0,0) | 0,0 |
| Administrations publiques | 0,4 (0,3) | 0,5 (0,2) | 0,6 (0,3) | 0,0 |
| Investissements fixes des entreprises | -1,2 (-1,0) | -0,8 (-0,5) | 0,4 (0,5) | 0,5 |
| ***Total partiel : demande intérieure finale*** | 0,5 (0,7) | 0,9 (0,8) | 2,3 (1,9) | 1,5 |
| Exportations | 1,0 (0,9) | 1,1 (0,9) | 0,9 (1,7) | 1,2 |
| Importations | -0,1 (0,0) | 0,2 (0,5) | -1,2 (-1,3) | -0,8 |
| ***Total partiel : exportations nettes*** | 0,9 (0,9) | 1,3 (1,4) | -0,3 (0,4) | 0,4 |
| Stocks | -0,3 (-0,4) | -0,5 (-0,8) | 0,3 (0,1) | 0,1 |
| PIB | 1,2 (1,2) | 1,7 (1,4) | 2,3 (2,4) | 2,0 |
| Pour mémoire : | | | | |
| Fourchette de la production potentielle | de 1,4 à 1,8 (de 1,6 à 2,0) | de 1,2 à 1,8 (de 1,4 à 2,2) | de 1,0 à 2,0 (de 1,3 à 2,3) | de 0,9 à 2,1 |
| Revenu intérieur brut réel | -1,1 (-1,2) | 0,5 (-0,2) | 2,3 (2,4) | 2,0 |

a. Les chiffres entre parenthèses sont tirés des projections présentées dans la livraison précédente du *Rapport sur la politique monétaire*.

b. Du fait que les chiffres sont arrondis, la somme des éléments ne correspond pas toujours au total.

**Tableau 3 : Résumé des projections relatives à l'économie canadienne[a, b]**
Taux de variation en glissement annuel

| | 2015 | 2016 | | | 2015 | 2016 | 2017 | 2018 |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| | T4 | T1 | T2 | T3 | T4 | T4 | T4 | T4 |
| IPC global | 1,3 (1,4) | 1,5 (1,5) | 1,3 (1,1) | 1,2 | 1,3 (1,4) | 1,5 (1,4) | 2,0 (1,9) | 2,1 |
| Indice de référence (IPCX) | 2,0 (2,0) | 1,9 (2,0) | 2,0 (2,0) | 2,0 | 2,0 (2,0) | 2,1 (2,0) | 2,0 (1,9) | 2,1 |
| PIB réel | 0,5 (0,3) | 1,4 (0,8) | 1,7 (1,4) | 1,7 | 0,5 (0,3) | 2,2 (1,9) | 2,1 (2,5) | 2,1 |
| Taux de variation trimestriel annualisé | 0,8 (0,0) | 2,8 (1,0) | 1,0 (2,2) | 2,2 | | | | |

a. Les chiffres entre parenthèses sont tirés des projections présentées dans la livraison précédente du *Rapport sur la politique monétaire*. Les hypothèses relatives aux prix du pétrole brut se fondent sur la moyenne des récents cours au comptant.

b. Par convention, la Banque publie dans ce tableau les dernières données trimestrielles historiques et les données des trois trimestres suivants, qui font l'objet d'un suivi et de prévisions, ainsi que les projections en glissement annuel au quatrième trimestre concernant la croissance du PIB réel et l'inflation à plus long terme.

La projection relative à l'activité économique au cours de 2016 et de 2017 a fait l'objet d'une révision à la hausse. Une demande étrangère plus lente, le cours plus élevé du dollar canadien et la révision à la baisse des investissements des entreprises ont des incidences négatives sur les perspectives, mais sont amplement compensés par les effets positifs des mesures budgétaires annoncées dans le budget fédéral en mars dernier. L'effet net de la révision à la hausse du PIB réel et de la révision à la baisse de la croissance de la production potentielle est que, dans le scénario de référence de la Banque, l'écart de production va vraisemblablement se résorber au cours du deuxième semestre de 2017, soit un peu plus tôt qu'escompté en janvier.

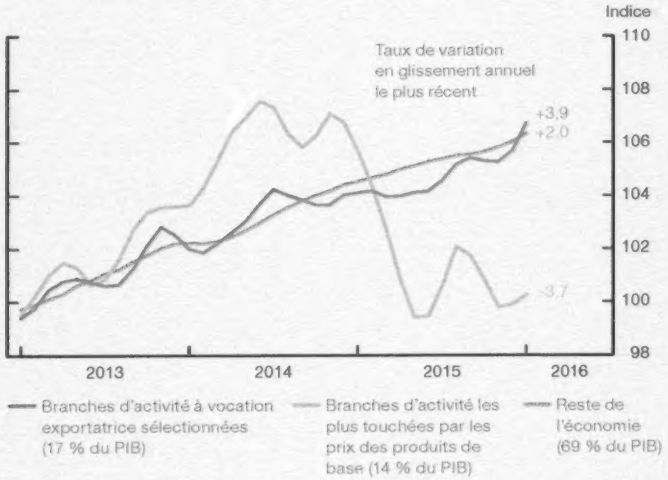
## La croissance du PIB réel devrait être inégale à court terme

La croissance du PIB a ralenti pour afficher un rythme très modéré au quatrième trimestre de 2015. Les investissements dans les branches d'activité liées au pétrole et au gaz se sont contractés davantage, mais le reste de l'économie a poursuivi sa progression à la faveur de la dépréciation passée du dollar canadien ainsi que des conditions monétaires et financières expansionnistes (**Graphique 9**)[2]. Compte tenu de la faiblesse durable des cours des produits de base, les investissements des entreprises ont encore diminué (**Graphique 10**). La croissance a également été bridée par les effets d'autres ajustements de taille visant les investissements en stocks (les entreprises puisant dans leurs stocks élevés) et par le revirement partiel de la forte hausse des exportations enregistrée au trimestre précédent. À l'inverse, les dépenses des ménages ont progressé modestement, soutenues par les gains réalisés au chapitre du revenu disponible des particuliers et par la hausse des emprunts des ménages.

Selon les estimations, le PIB réel a augmenté de 2,8 % au premier trimestre, sous l'effet du dynamisme des données mensuelles sur le PIB, le commerce de marchandises, l'immobilier résidentiel et les ventes au détail au début de l'année. Toutefois, l'activité au chapitre des exportations et des dépenses des ménages s'est ralentie récemment, ce qui porte à croire

**Graphique 9 : Les branches d'activité à vocation exportatrice se redressent tandis que celles qui sont les plus touchées par les prix des produits de base demeurent déprimées**

Moyenne mobile sur trois mois; base 100 de l'indice : janvier 2013, données mensuelles




Nota : Les branches d'activité à vocation exportatrice sélectionnées comprennent la fabrication, l'agriculture, la foresterie, la pêche et la chasse ainsi que le transport. Les branches d'activité les plus touchées par les prix des produits de base comprennent l'extraction minière, pétrolière et gazière; l'ingénierie et la construction non résidentielle; ainsi que les services professionnels connexes.

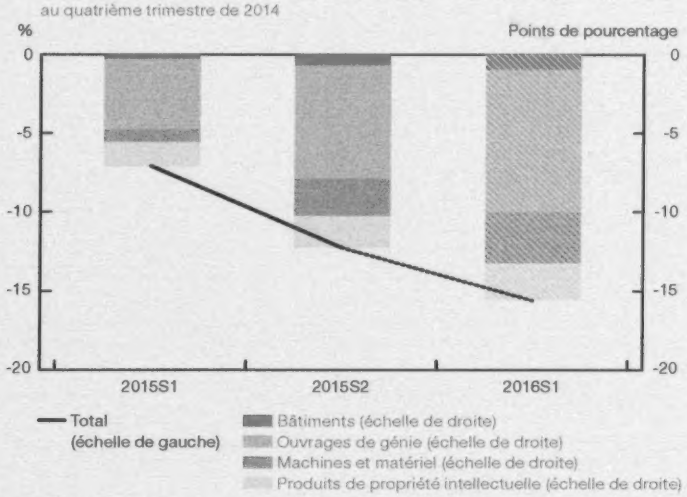
Sources : Statistique Canada et calculs de la Banque du Canada — Dernière observation : janvier 2016

2 Dans les rapports précédents, la décomposition de l'activité économique selon les branches liées au pétrole et au gaz, les branches liées aux produits de base non énergétiques et le reste de l'économie montrait que les secteurs liés aux produits de base non énergétiques étaient source de faiblesse en 2015. D'après des données récentes toutefois, l'activité des branches productrices de biens manufacturés liées aux ressources a progressé. Il pourrait en ressortir que la dépréciation passée du dollar et la hausse de la demande étrangère favorisent aujourd'hui globalement l'activité du secteur de la fabrication.

que la croissance du PIB réel devrait redescendre pour avoisiner 1,0 % au deuxième trimestre. Dans l'ensemble, la Banque estime à présent que la croissance du PIB réel se redressera au premier semestre de 2016 pour se chiffrer en moyenne à quelque 2 %, ce qui est légèrement supérieur aux prévisions de janvier dernier (Tableau 3 et Graphique 11).

**Graphique 10 : La récente faiblesse des investissements des entreprises est généralisée**

Contribution au déclin des investissements totaux des entreprises par rapport au quatrième trimestre de 2014

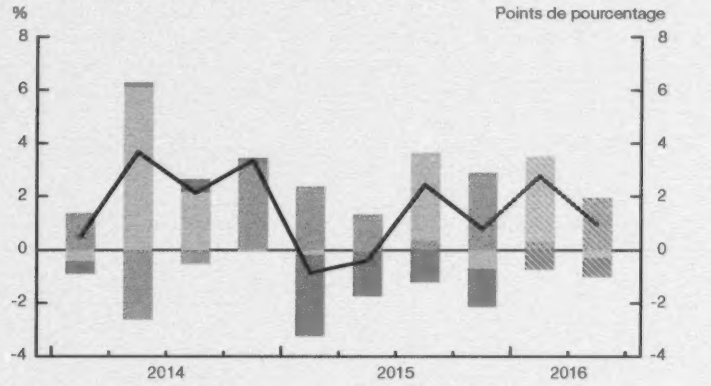



Sources : Statistique Canada et estimations et calculs de la Banque du Canada

Dernière valeur du graphique : 2016S1

**Graphique 11 : La croissance du PIB réel devrait avoisiner 2 % en moyenne au premier semestre de 2016**

Contribution à la croissance du PIB réel, données trimestrielles




Sources : Statistique Canada et estimations et calculs de la Banque du Canada

Dernière valeur du graphique : 2016T2

## La marge de capacités excédentaires au sein de l'économie demeure importante

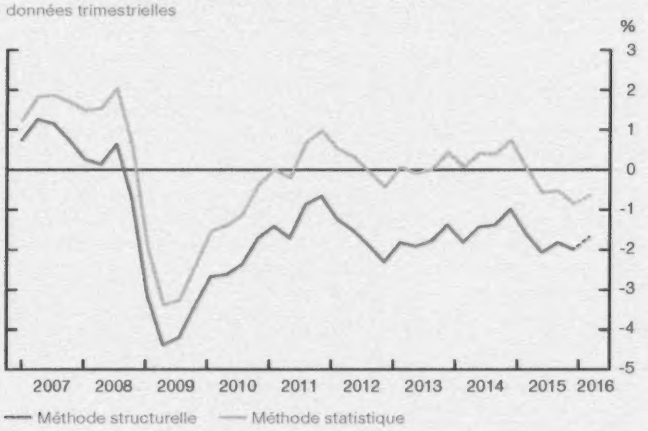
Les deux mesures dont se sert la Banque pour estimer la marge de capacités excédentaires, soit les méthodes structurelle et statistique, font ressortir un élargissement de l'écart de production depuis le début du choc des termes de l'échange et font actuellement état d'une marge notable de capacités excédentaires au sein de l'économie canadienne (**Graphique 12**). De même, les résultats de l'enquête sur les perspectives des entreprises réalisée ce printemps par la Banque laissent supposer que les pressions sur la capacité de production restent limitées, surtout dans les Prairies, où elles continuent de se relâcher.

Des mesures de l'état de santé du marché du travail montrent une marge persistante de ressources non utilisées : le taux de chômage au Canada s'établissait à 7,1 % en mars, et la fréquence du travail à temps partiel involontaire, le chômage de longue durée et l'absence de pressions sur les salaires donnent à penser que la main-d'œuvre est sous-utilisée (**Graphique 13**).

Quoique l'emploi national poursuive son expansion, un ajustement du marché du travail est en cours. La Colombie-Britannique et l'Ontario ont connu une forte croissance nette de l'emploi. Dans le secteur des services, l'amélioration marquée de l'emploi a contribué à une progression vigoureuse du facteur travail global. Dans les branches d'activité productrices de biens, dont le secteur plus rémunérateur de l'extraction minière, pétrolière et gazière, l'emploi s'est avéré relativement faible (**Graphique 14**).

Graphique 12 : **La marge de capacités excédentaires s'est accrue par suite du choc des termes de l'échange**

Écart en pourcentage entre le PIB réel et la production potentielle, données trimestrielles




Nota : Pour le premier trimestre de 2016, la valeur estimée de l'écart se fonde sur une augmentation de la production de 2,8 % (en rythme annuel). Pour les définitions des deux séries utilisées dans le graphique, voir Statistiques>Indicateurs>Indicateurs des pressions s'exerçant sur la capacité de production et l'inflation au Canada dans le site Web de la Banque du Canada.

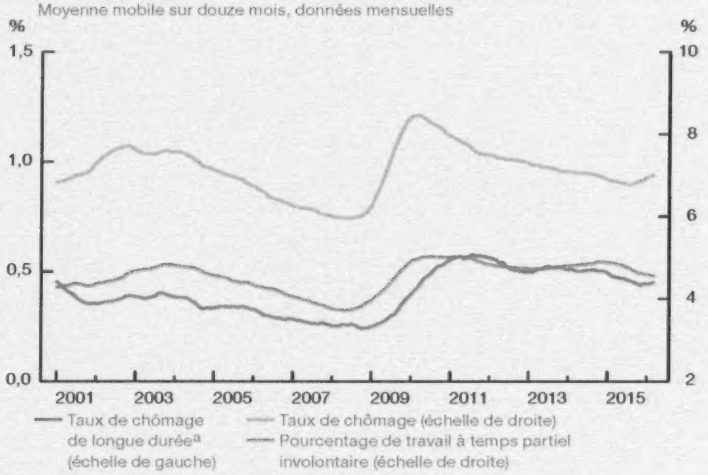
Source : Banque du Canada

Dernière valeur du graphique : 2016T1

Globalement, la Banque estime que la marge de capacités excédentaires au sein de l'économie reste notable au premier trimestre de 2016, soit entre 1/2 et 1 1/2 %[3].

**Graphique 13 : Le taux de chômage de longue durée et le pourcentage de travailleurs occupant involontairement un poste à temps partiel demeurent élevés**

Moyenne mobile sur douze mois, données mensuelles



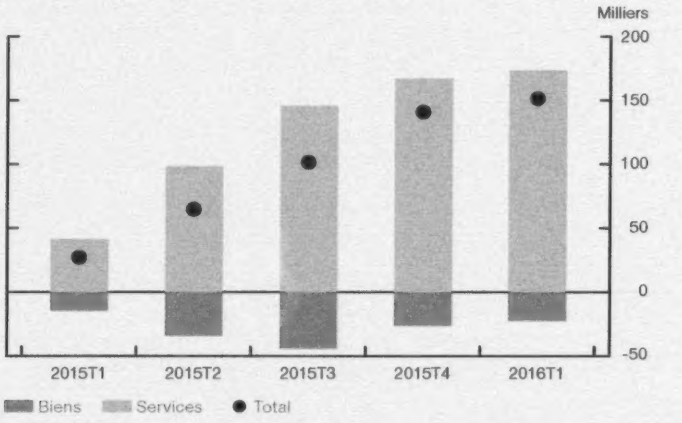

a. Personnes sans emploi depuis au moins 53 semaines

Nota : Les séries présentées sont exprimées en pourcentage de la population active.

Sources : Statistique Canada et calculs de la Banque du Canada — Dernière observation : mars 2016

**Graphique 14 : Les gains nets au chapitre de l'emploi sont attribuables au secteur des services**

Variation cumulée de l'emploi depuis le quatrième trimestre de 2014, données trimestrielles




Sources : Statistique Canada et calculs de la Banque du Canada — Dernière observation : 2016T1

3 La projection se fonde sur l'hypothèse d'un écart de production de -1,0 % pour le premier trimestre de 2016, comparativement à l'écart de -1,3 % postulé en janvier pour le quatrième trimestre de 2015, changement principalement attribuable aux révisions à la hausse de la croissance estimative au cours des deux trimestres en question. D'après les estimations, le niveau du PIB potentiel au premier trimestre de 2016 serait supérieur de 0,1 % environ à celui dont faisait état le *Rapport* de janvier.

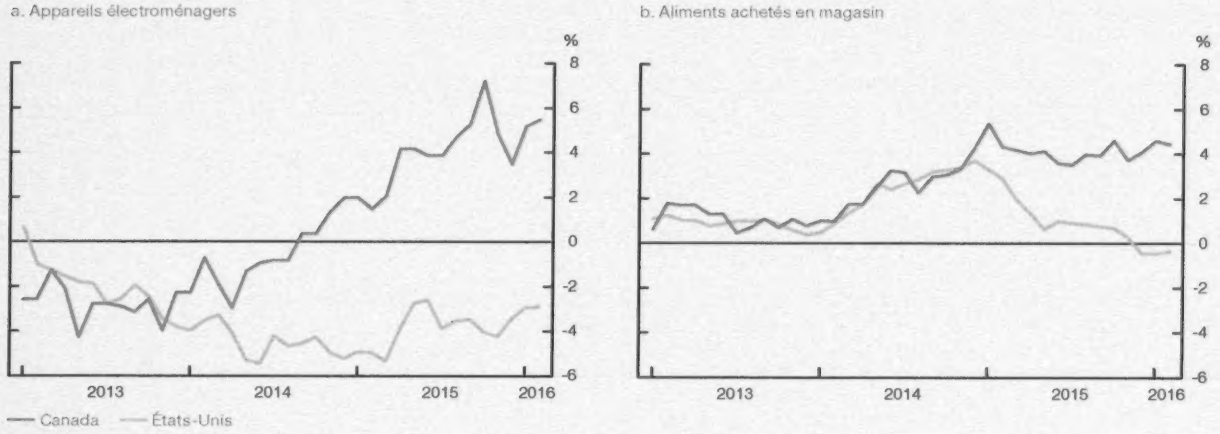
## L'inflation a évolué essentiellement comme prévu

L'inflation globale a évolué essentiellement comme prévu et devrait rester en deçà de 2,0 % dans les trimestres à venir, ce qui s'explique par la baisse marquée des prix des produits énergétiques de consommation. L'inflation mesurée par l'IPC global s'est hissée à 2,0 % en janvier en raison des effets temporaires de glissement annuel liés aux prix particulièrement bas de l'essence en janvier 2015, puis est retombée à 1,4 % en février. Abstraction faite de cette volatilité mensuelle, la marge de capacités excédentaires dans l'économie canadienne est demeurée une source de pressions à la baisse sur l'inflation globale. La transmission des variations du taux de change découlant de la dépréciation passée du dollar canadien a quant à elle exercé des pressions temporaires à la hausse, ce qui, selon les estimations de la Banque, a augmenté de 0,8 à 1,0 point de pourcentage l'inflation mesurée par l'IPC global au premier trimestre de 2016. On peut voir l'importance de la transmission en comparant les taux d'inflation de certains biens à forte teneur en importations au Canada et ceux de leurs pendants aux États-Unis (**Graphique 15**).

À l'heure actuelle, la plupart des mesures de l'inflation fondamentale continuent d'avoisiner 2 %. Compte tenu de l'offre excédentaire au sein de l'économie, ces mesures seraient plus basses sans l'incidence de la transmission des variations du taux de change (**Graphique 16**).

**Graphique 15 : L'inflation a été plus élevée au Canada qu'aux États-Unis, sous l'effet des variations du taux de change**

Taux de variation en glissement annuel, données mensuelles

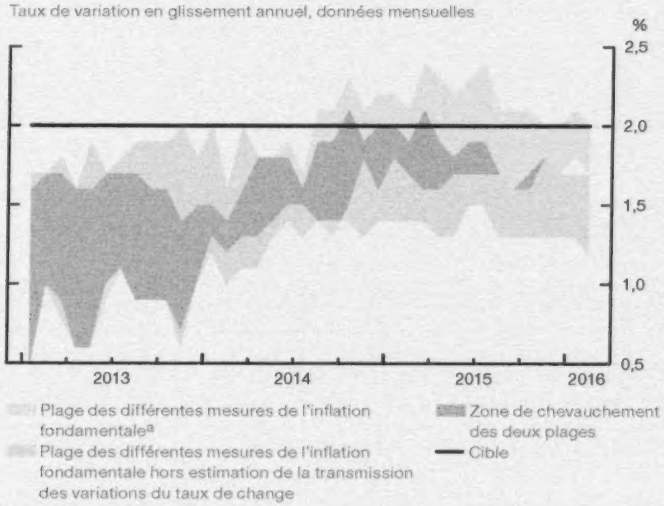



Sources : Statistique Canada et Bureau des statistiques du travail des États-Unis

Dernière observation : février 2016

**Graphique 16 : La plupart des mesures de l'inflation fondamentale restent près de 2 % et seraient inférieures si l'on excluait l'incidence de la transmission des variations du taux de change**

Taux de variation en glissement annuel, données mensuelles




a. Ces mesures sont l'IPCX; MOYET; la médiane pondérée; l'IPCP; l'IPC hors alimentation, énergie et effet des modifications des impôts indirects; et la composante commune. Pour les définitions, voir Statistiques>Indicateurs>Indicateurs des pressions s'exerçant sur la capacité de production et l'inflation au Canada>Inflation dans le site Web de la Banque du Canada.

Sources : Statistique Canada et calculs de la Banque du Canada — Dernière observation : février 2016

## Au fil de l'ajustement de l'économie, l'activité se déplacera d'un secteur à l'autre

Les perspectives concernant l'économie canadienne sont fortement influencées par les ajustements en cours face au recul des prix des produits de base. Dans le secteur des ressources, les investissements sont réduits et les mises à pied se poursuivent en grand nombre. Toutefois, les incidences des facteurs négatifs pesant sur le secteur des ressources perdront en intensité, et l'effet modérateur exercé sur la croissance globale du PIB devrait se dissiper au cours de 2016. De son côté, l'activité dans le reste de l'économie augmente et devrait être la principale source de croissance dans les prochaines années. Les exportations hors produits de base devraient notamment s'orienter à la hausse, et ainsi stimuler les investissements et l'emploi. Le moment et l'ampleur des ajustements respectifs de la capacité de production dans les deux secteurs détermineront la croissance de la production potentielle et l'activité économique à moyen terme.

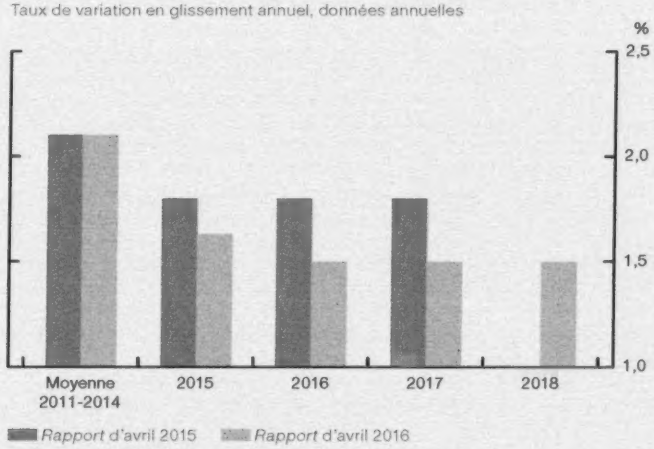
## La croissance de la production potentielle a fait l'objet d'une révision à la baisse

La croissance de la production potentielle devrait être plus faible pendant que l'économie canadienne s'ajuste à la baisse des prix des produits de base[4]. La productivité tendancielle du travail et le facteur travail tendanciel influent sur les perspectives concernant la production potentielle. L'actuelle faiblesse de la croissance tendancielle de la productivité du travail témoigne de la réduction des investissements. Au fil de la restructuration de l'économie et du redressement des investissements dans le secteur hors

4 La Banque évalue habituellement la croissance de la production potentielle en avril de chaque année.

**Graphique 17 : La Banque a revu à la baisse ses projections concernant la production potentielle en raison du recul des investissements dans le secteur des ressources**

Taux de variation en glissement annuel, données annuelles




Source : calculs et projections de la Banque du Canada

Dernières valeurs du graphique : 2017 (*Rapport* d'avril 2015) et 2018 (*Rapport* d'avril 2016)

ressources, la croissance tendancielle de la productivité du travail devrait s'accélérer. Quant à la croissance tendancielle du facteur travail, elle devrait continuer à décliner par suite du ralentissement de la croissance démographique et du vieillissement constant de la population.

Comparativement à la précédente évaluation annuelle réalisée en avril 2015, les projections relatives à la croissance de la production potentielle ont fait l'objet d'une révision à la baisse, ce qui s'explique surtout par le rythme d'augmentation tendanciel plus lent de la productivité du travail découlant des investissements moindres (**Graphique 17**)[5]. Pour en savoir plus sur la réévaluation de la production potentielle par la Banque, consulter l'**Annexe**.

Il existe beaucoup d'incertitude quant à l'ampleur des effets du choc des prix des produits de base sur la production potentielle et quant au moment de leur matérialisation. En plus de l'incidence directe des investissements plus faibles, la production potentielle subit les répercussions de la réaffectation des investissements et de l'emploi. À mesure que le secteur hors ressources gagne en vigueur et que les capacités excédentaires se résorbent, il faut s'attendre à des investissements, y compris sous forme de création d'entreprises. Cette augmentation des capacités et l'activité accrue pourraient réduire davantage le chômage de longue durée et le sous-emploi. Les effets procycliques de la création d'entreprises et d'emplois pourraient stimuler un peu la croissance de la production potentielle. Toutefois, l'ampleur de ces effets et le moment de leur matérialisation sont très incertains. Compte tenu de l'incertitude de ces facteurs et d'autres aussi, l'estimation que fait la Banque de la croissance de la production potentielle est exprimée sous forme de fourchette, le point médian se situant en moyenne à 1,5 % environ durant la période de projection.

5 La projection est établie à partir des taux d'accroissement estimatifs de la production potentielle qui se situent au milieu des fourchettes de la Banque présentées dans l'Annexe. La révision à la baisse de la projection relative à la croissance de la production potentielle au Canada et de l'estimation du taux d'intérêt neutre à l'échelle mondiale entraîne un abaissement de l'estimation du taux directeur neutre au Canada. Le taux directeur nominal neutre se situerait à 3,25 % (à l'intérieur d'une fourchette oscillant entre 2,75 % et 3,75 %), soit 25 points de base de moins que l'estimation d'avril 2015.

## Les conditions financières demeurent expansionnistes

Les conditions financières des ménages et des entreprises au Canada demeurent fortement expansionnistes. Le rendement des obligations du gouvernement du Canada à cinq ans ainsi que les coûts de financement des banques canadiennes n'ont à peu près pas varié depuis le début de l'année, mais les taux hypothécaires à long terme ont légèrement fléchi pour atteindre des creux historiques. En pareil contexte, l'accroissement du crédit hypothécaire des ménages est resté robuste ces derniers mois.

La plupart des répondants à l'enquête sur les perspectives des entreprises réalisée ce printemps par la Banque indiquent toujours qu'il est facile ou relativement facile d'obtenir du crédit. En effet, après un certain ralentissement en 2015, l'expansion du crédit aux entreprises semble s'être stabilisée un peu au-dessus de sa moyenne historique (5,4 %) ces derniers mois. Néanmoins, les entreprises directement ou indirectement exposées au secteur de l'énergie ont signalé un resserrement des conditions du crédit. De même, le nouveau durcissement des conditions du crédit aux entreprises s'est concentré dans le secteur pétrolier et gazier, d'après l'enquête réalisée par la Banque auprès des responsables du crédit.

## Les investissements dans le secteur des ressources poursuivent leur repli

Les cours du pétrole, du gaz naturel et d'autres produits de base restent bas, et les entreprises du secteur pétrolier et gazier ont annoncé d'autres réductions de leurs projets de dépenses en immobilisations. Compte tenu de ces annonces, la Banque s'attend à ce que le niveau des investissements dans ce secteur baisse nettement en 2016 pour la deuxième année d'affilée, et soit donc environ 60 % moins élevé qu'en 2014.

Dans le secteur pétrolier et gazier, le repli marqué des investissements en 2015 et en 2016 devrait limiter la production future. La croissance des exportations de produits énergétiques est donc appelée à se modérer dans les années à venir, mais restera positive grâce à la réalisation des projets d'exploitation des sables bitumineux déjà en cours.

La croissance globale des exportations de produits de base devrait demeurer modeste au cours de la période de projection. Le bas niveau des prix et les défis sur le plan de la compétitivité continuent de freiner les dépenses d'investissement dans le secteur de l'extraction minière. Certaines entreprises du secteur des produits de base non énergétiques jouissent toutefois de conditions plus favorables. Par exemple, les exportateurs de bois d'œuvre devraient continuer à bénéficier d'une amélioration du marché du logement aux États-Unis, tandis que la production et les exportations agricoles devraient se redresser à la faveur de la hausse de la demande mondiale de produits alimentaires.

## Les exportations hors produits de base gagnent en vigueur...

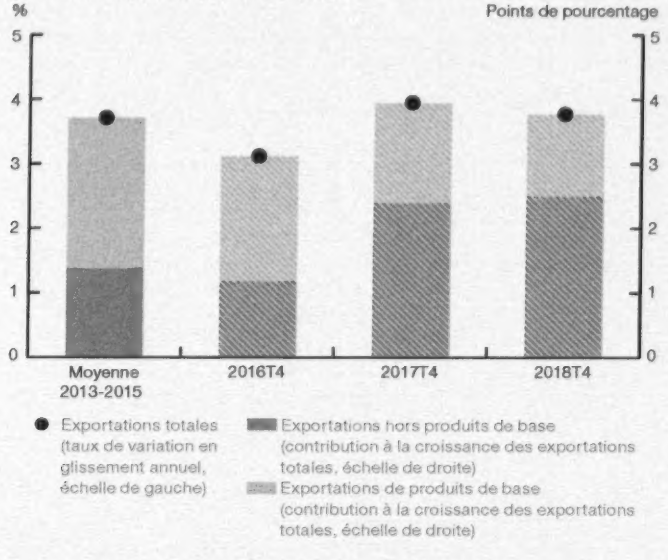
La réorientation de l'économie canadienne vers le secteur hors ressources se trouve facilitée par la dépréciation passée du dollar canadien et les conditions financières expansionnistes. Des signes donnent à penser que certains facteurs successifs — augmentation de la demande étrangère, raffermissement des exportations et amélioration de la confiance des entreprises — sont en voie de matérialisation.

Abstraction faite de la volatilité mensuelle, les exportations hors produits de base se sont récemment raffermies et devraient continuer de s'accroître, en moyenne, à un rythme soutenu, grâce à l'expansion de la demande intérieure privée aux États-Unis (**Graphique 18**). De plus, la dépréciation passée du dollar canadien a eu pour effet d'améliorer la compétitivité des prix des produits canadiens. Si l'ampleur des avantages de cette dépréciation et le moment où ils se concrétisent varient d'une branche d'activité à l'autre, plusieurs catégories d'exportations de biens qui réagissent plus aux mouvements de change profitent d'un élan positif (**Graphique 19**), entre autres les matériaux de construction et d'emballage, les meubles et articles d'ameublement, les produits du papier et produits publiés, ainsi que les grands véhicules automobiles (camions lourds, autobus, etc.). Néanmoins, comme la Banque s'attend à ce que le dynamisme récent des exportations hors produits de base vis-à-vis de la demande étrangère soit en partie passager, la croissance des exportations devrait être plus vive en 2016 qu'en 2017. Bien que les exportations hors produits de base soient appelées à augmenter sensiblement, leur profil d'évolution est un peu plus faible que dans la projection de janvier, étant donné la révision à la baisse de la demande extérieure et le niveau plus élevé postulé pour le dollar canadien.

Les résultats de l'enquête de la Banque sur les perspectives des entreprises publiés ce printemps étayent les prévisions concernant les exportations totales (**Graphique 20**). Plus de la moitié des firmes sondées estiment que la demande américaine dynamise leurs perspectives de vente. Dans ce groupe, on retrouve les entreprises qui exportent déjà aux États-Unis, celles qui réorientent actuellement leurs efforts pour regagner des parts de marché à l'étranger, et celles qui s'emploient à saisir de nouvelles possibilités de vente.

Graphique 18 : **On s'attend à ce que les exportations hors produits de base deviennent le principal moteur de la croissance des exportations totales**

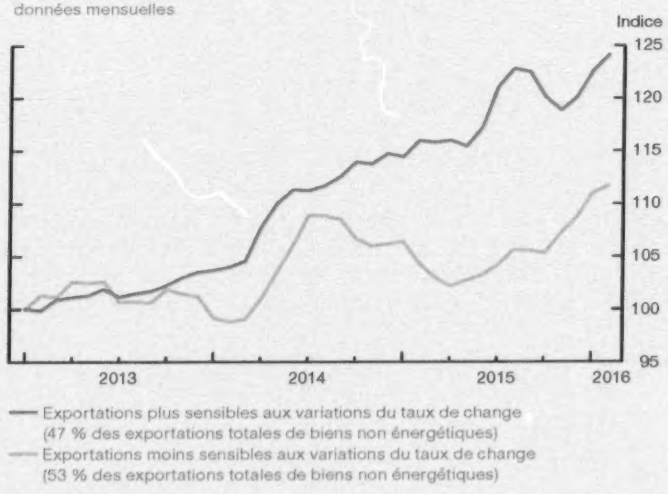
Taux de variation au quatrième trimestre




Sources : Statistique Canada et calculs et projections de la Banque du Canada

**Graphique 19 : Les exportations de biens non énergétiques sensibles aux variations du taux de change ont continué d'afficher une tenue supérieure**

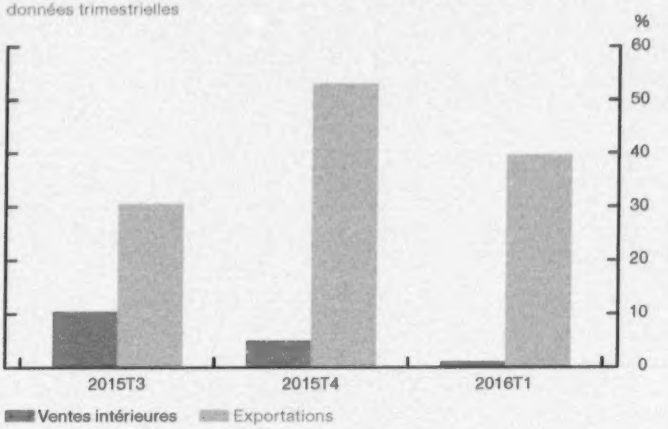
Moyenne mobile sur trois mois; base 100 de : indice : janvier 2013, données mensuelles




Sources : Statistique Canada et calculs de la Banque du Canada — Dernière observation : février 2016

**Graphique 20 : Les entreprises s'attendent à ce que la croissance des exportations dépasse celle des ventes intérieures**

Enquête sur les perspectives des entreprises, solde des opinions[a], données trimestrielles




a. Pourcentage des entreprises qui prévoient un taux de croissance plus élevé diminué du pourcentage de celles qui prévoient un ralentissement

Réponses à la question relative à la croissance du volume de ventes au cours des 12 prochains mois par rapport aux 12 mois précédents, dans l'enquête sur les perspectives des entreprises

Source : Banque du Canada

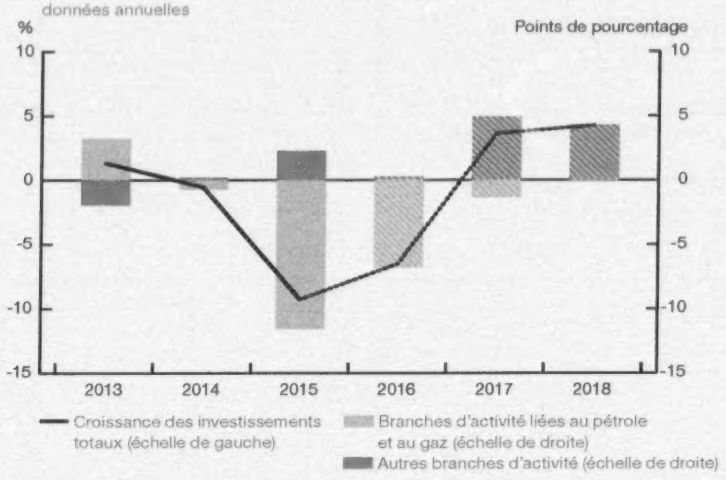
## ... ce qui devrait favoriser un redressement des investissements des entreprises en dehors du secteur des ressources

Le raffermissement des exportations hors produits de base aidant, la résorption des capacités existantes dans le secteur devrait encourager l'investissement. On s'attend, par conséquent, à ce que les investissements des entreprises s'accroissent à compter du second semestre de cette année, à la faveur d'un redressement des dépenses en immobilisations dans le secteur hors ressources, et viennent ainsi compenser amplement l'effet modérateur exercé par la baisse des investissements dans le secteur des ressources (**Graphique 21**). Étant donné qu'une part importante des biens d'équipement provient de l'étranger, ce renforcement des investissements devrait se traduire par une hausse des importations.

Une analyse sectorielle donne par ailleurs à penser que les conditions propices à l'investissement dans le secteur hors ressources se sont généralement améliorées depuis 2014. Les taux d'utilisation des capacités de fabrication ont augmenté pour avoisiner leurs sommets historiques dans un grand nombre de branches d'activité des catégories d'exportations qui réagissent davantage aux mouvements de change (**Graphique 22**). La demande — tant étrangère qu'intérieure — s'accentuant, ces branches devront investir dans les usines, les machines et le matériel afin d'accroître la production. De plus, pour de nombreux exportateurs, la dépréciation du taux de change a gonflé les marges et les flux de trésorerie libellés en dollars canadiens, ce qui leur permet de financer un éventuel accroissement de leurs dépenses d'investissement. Il est de plus en plus perceptible que les entreprises exposées aux marchés étrangers, notamment dans les branches de services comme le tourisme et les technologies de l'information, comptent augmenter leurs investissements pour profiter de la vigueur de la demande étrangère. Parallèlement, si le nombre d'entreprises

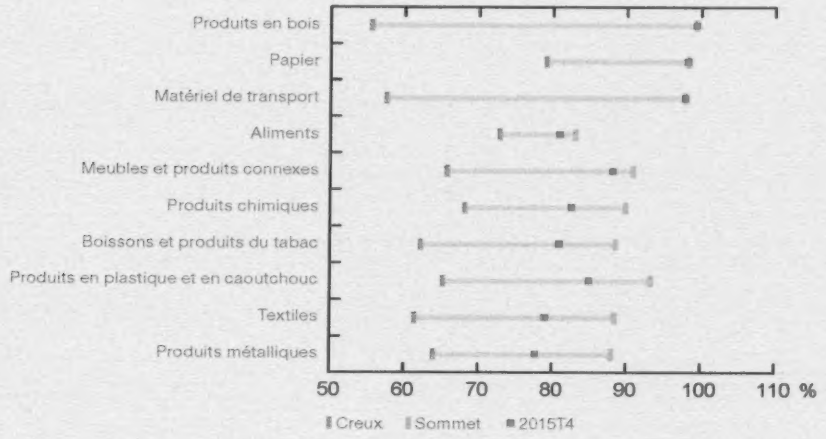
Graphique 21 : **Les investissements à l'extérieur des branches d'activité liées au pétrole et au gaz devraient se redresser**

Contribution à la croissance des investissements totaux des entreprises, données annuelles




Sources : Statistique Canada et estimations, calculs et projections de la Banque du Canada

**Graphique 22 : Les taux d'utilisation des capacités dans diverses branches d'activité avoisinent des sommets historiques**




Nota : Les sommets et les creux se fondent sur la période allant du premier trimestre de 1987 au quatrième trimestre de 2015.

Sources : Statistique Canada et calculs de la Banque du Canada — Dernière observation : 2015T4

a fléchi de 7,1 % dans les branches d'activité de l'extraction minière, pétrolière et gazière depuis le sommet atteint par les cours du pétrole à la mi-2014, il a progressé de 1,5 % dans le reste de l'économie.

Dans l'ensemble, les investissements à l'extérieur du secteur des ressources devraient se renforcer. Le moment où se produira ce raffermissement reste incertain, car les firmes demeurent prudentes : les résultats de l'enquête du printemps sur les perspectives des entreprises portent à croire que certaines attendent encore de voir les signes d'un redressement soutenu de la demande avant d'accroître leurs investissements.

## Les mesures budgétaires accentueront la croissance de la demande intérieure

Le budget fédéral de mars 2016 prévoit des dépenses additionnelles d'environ 25 milliards de dollars sur les deux prochaines années. En particulier, le gouvernement fédéral consacrera au cours de cette période quelque 11 milliards de dollars à la réalisation d'investissements dans l'infrastructure et 12 milliards à la mise en œuvre de mesures destinées aux ménages, dont la nouvelle Allocation canadienne pour enfants. Plusieurs autres mesures de dépenses (projets environnementaux, programmes visant à améliorer les conditions socioéconomiques des Autochtones, construction et rénovation de logements abordables, etc.) sont également susceptibles d'influer sur le PIB.

L'incidence de la politique budgétaire sur l'activité économique dépend de l'effet multiplicateur des mesures adoptées, c'est-à-dire de la hausse du niveau de la production à laquelle donne lieu chaque dollar additionnel dépensé par l'État au titre de ses programmes de relance. Les multiplicateurs varient selon la nature des mesures budgétaires, qui se décomposent grosso modo comme suit : investissements dans l'infrastructure, autres

dépenses publiques, et mesures fiscales et transferts[6]. Les investissements publics dans l'infrastructure ont habituellement un effet multiplicateur plus important que les autres mesures, car ils ont souvent des retombées plus larges sur l'économie, qui vont au-delà des effets directs des dépenses[7]. À l'inverse, l'incidence à court terme des transferts et des mesures fiscales sur l'économie peut s'avérer moindre si les ménages décident d'épargner leurs revenus additionnels ou de les utiliser pour acheter des biens et services provenant de l'étranger.

Les effets des mesures budgétaires annoncées récemment commenceront à se faire sentir en 2016 et se renforceront tout au long de 2017. Il ressort de l'analyse que, si l'on tient compte de ces nouvelles mesures dans la projection et de celles prises dernièrement par les provinces, la contribution des dépenses publiques à la croissance du PIB s'élèvera à 0,5 point de pourcentage en 2016 et à 0,6 point de pourcentage en 2017 (**Tableau 2**)[8].

## Les dépenses des ménages devraient s'accroître modérément

Les dépenses des ménages devraient progresser à un rythme modéré durant la période de projection, bridées par l'effet durable de la détérioration des termes de l'échange du pays. S'il est vrai que ces derniers s'étaient nettement améliorés au cours de la décennie ayant précédé la baisse des cours du pétrole au milieu de 2014, environ la moitié de ces gains sont aujourd'hui perdus[9]. Il s'agit là d'une baisse de plus de 60 milliards de dollars en revenu national. L'incidence négative de cette baisse sur la richesse et les revenus est en partie compensée par le raffermissement de l'emploi dans le secteur hors ressources et par les mesures budgétaires fédérales annoncées dernièrement (notamment la nouvelle Allocation canadienne pour enfants). Selon les données récentes, l'ajustement à la diminution des cours des produits de base ressort clairement lorsque l'on compare l'emploi, les ventes au détail et l'activité sur le marché du logement entre les diverses régions, les ménages des provinces productrices de pétrole réduisant fortement leurs dépenses (**Graphique 23**).

Dans le secteur du logement, la construction neuve et l'activité de revente sont vigoureuses en Colombie-Britannique et en Ontario, alors qu'on observe une baisse de l'activité sur le marché de l'habitation dans les provinces productrices de pétrole et une relative stabilité au Québec et dans les provinces maritimes. Le dynamisme affiché en Colombie-Britannique et en Ontario semble, en partie, rendre compte de la demande locale,

---

6 Une incertitude considérable entoure les estimations des multiplicateurs budgétaires, notamment en ce qui concerne le moment où les diverses mesures ont des effets directs et des effets de débordement sur l'activité économique. Le Tableau A2.1 du budget 2016 du gouvernement fédéral canadien, intitulé *Assurer la croissance de la classe moyenne*, fournit des estimations raisonnables de ces multiplicateurs. Par exemple, le multiplicateur des dépenses publiques serait de 1,4 tandis que celui des mesures visant l'impôt sur le revenu des particuliers serait de 0,6 après deux ans, à supposer l'absence de réaction des autorités monétaires.

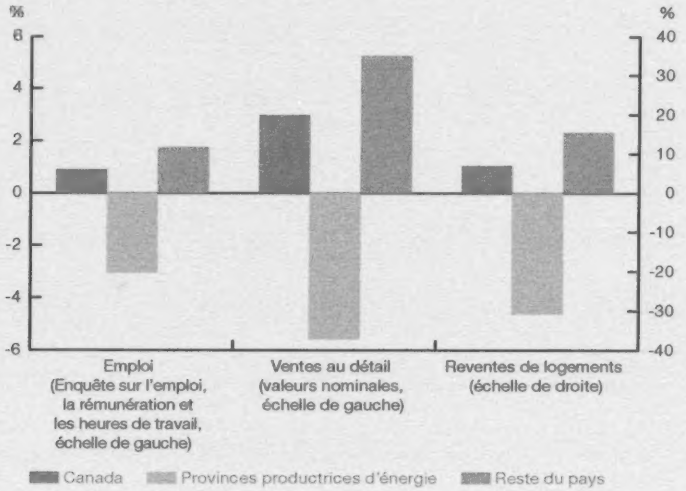
7 Toutefois, le délai entre la décision d'accroître les dépenses dans l'infrastructure et le moment où ces dépenses sont effectivement engagées est habituellement plus long que pour d'autres types de dépenses.

8 La projection de la Banque concernant l'activité économique au Canada repose sur les multiplicateurs du Tableau A2.1 du budget fédéral. Étant donné que certaines des mesures budgétaires fédérales influeraient sur le PIB par des canaux autres que les dépenses publiques directes, l'effet global sur le PIB réel est supérieur à l'incidence sur le PIB réel attribuable à la révision à la hausse des dépenses publiques. Toutes choses égales par ailleurs, les mesures budgétaires fédérales relèveraient le niveau du PIB réel d'environ 0,5 % durant l'exercice 2016-2017 et 1,0 % durant l'exercice 2017-2018.

9 Les termes de l'échange ont chuté de 12 % par rapport à leur sommet de la mi-2011.

**Graphique 23 : Divers indicateurs rendent compte de divergences au pays**

Taux de variation depuis novembre 2014, données mensuelles




Nota : Les provinces productrices d'énergie sont l'Alberta, la Saskatchewan et Terre-Neuve-et-Labrador.

Sources : Statistique Canada et calculs de la Banque du Canada

Dernières observations : janvier 2016 (emploi et ventes au détail) et février 2016 (reventes de logements)

stimulée par la croissance de l'emploi. La réorientation de la migration interprovinciale en réponse au choc des prix du pétrole renforce la divergence régionale sur le plan de l'activité du logement, les travailleurs quittant les provinces pétrolières pour s'installer en Colombie-Britannique et en Ontario.

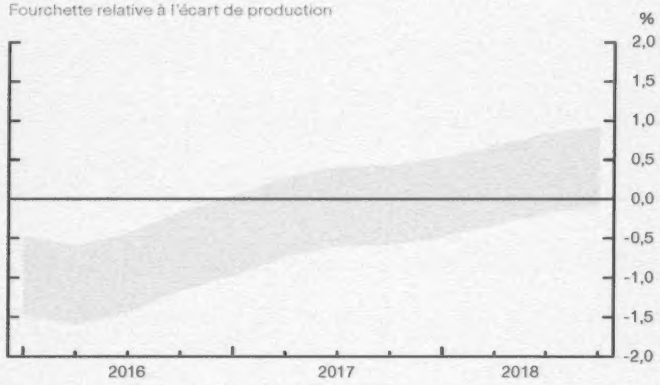
La vivacité de la demande de logements en Colombie-Britannique et en Ontario contribue sensiblement à la croissance du crédit hypothécaire à l'habitation. Par conséquent, le ratio total de la dette au revenu disponible des ménages s'est légèrement accru.

## L'économie devrait tourner de nouveau à plein régime au cours du second semestre de 2017

En moyenne annuelle, le PIB réel devrait progresser de 1,7 % en 2016, de 2,3 % en 2017 et de 2,0 % en 2018 (**Tableau 2**). Cette projection a été revue légèrement à la hausse par rapport à celle de janvier, afin de tenir compte des dépenses publiques accrues découlant des mesures budgétaires annoncées récemment, lesquelles contrebalancent amplement l'effet modérateur associé à une demande étrangère plus faible et un dollar plus fort, à une contraction plus marquée des investissements des entreprises dans le secteur pétrolier et gazier, et à un taux d'augmentation tendanciel plus faible de la productivité. À la lumière de ces révisions et de la révision à la baisse de son évaluation du rythme d'expansion de la production potentielle, la Banque prévoit maintenant que l'écart de production se résorbera au cours du second semestre de 2017, soit un peu plus tôt qu'elle ne l'escomptait en janvier.

Graphique 24 : **L'incertitude liée à l'estimation de l'écart de production implique de l'incertitude quant au moment du retour au plein potentiel**

Fourchette relative à l'écart de production




Nota : La fourchette relative à l'écart de production est établie à partir des estimations statistiques et structurelles de l'écart de production effectuées par la Banque pour le premier trimestre de 2016, puis au moyen du scénario de référence pour la croissance du PIB réel et potentiel.

Source : calculs de la Banque du Canada

Étant donné l'incertitude entourant les estimations de l'écart de production, il est très difficile de projeter avec précision le moment du retour de l'économie à son plein potentiel. À elle seule, l'incertitude liée à l'estimation de l'écart de production au début de la période de projection implique une très grande incertitude quant au moment où l'économie renouera avec son plein potentiel (**Graphique 24**). D'autres facteurs contribuent également à l'incertitude concernant le profil d'évolution de l'écart de production[10].

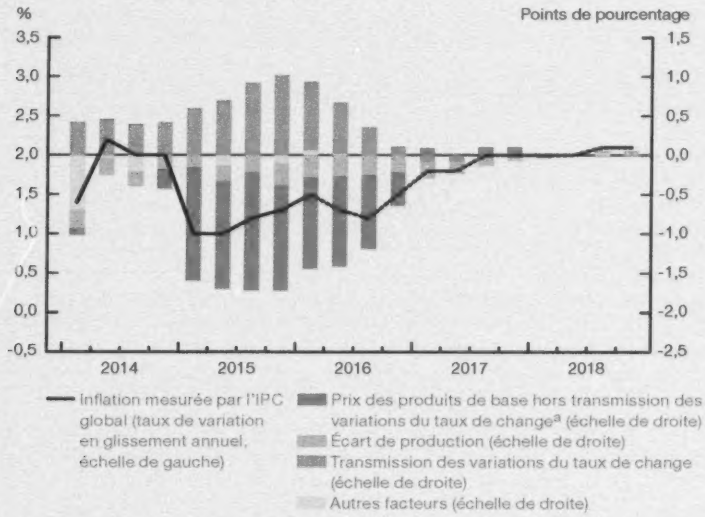
## L'inflation devrait revenir à 2 % de façon durable au cours du second semestre de 2017

La Banque s'attend à ce que l'inflation mesurée par l'IPC global reste en deçà de 2 % tout au long de 2016. En effet, les pressions désinflationnistes associées à la faiblesse des prix des produits énergétiques de consommation et à la marge de capacités excédentaires dans l'économie canadienne devraient compenser amplement les effets inflationnistes de la transmission des variations du taux de change (**Graphique 25**). La Banque estime que les pressions à la hausse exercées par la transmission des variations du taux de change sur l'inflation mesurée par l'IPC global ont culminé au quatrième trimestre de 2015 (augmentant l'inflation globale de 0,9 à 1,1 point de pourcentage environ) et s'estomperont graduellement au cours de 2016. L'inflation mesurée par l'IPC global devrait demeurer à 2 % de façon durable une fois que l'économie se stabilisera à son plein potentiel, une grande incertitude entourant toutefois le moment où cela se produira compte tenu des ajustements économiques complexes en cours (**Graphique 26**). L'inflation mesurée par l'indice de référence devrait

10 Par exemple, comme il est indiqué dans l'Annexe, les estimations du taux de croissance de la production potentielle de l'économie deviennent plus incertaines au cours de la période de projection. De plus, à l'heure actuelle, cette imprécision est accentuée encore plus par l'incertitude liée aux ajustements complexes en cours de l'économie canadienne face à la chute des prix des produits de base, ainsi qu'à l'incertitude entourant le profil d'évolution de ces prix eux-mêmes.

**Graphique 25 : L'inflation mesurée par l'IPC global devrait rester en deçà de 2 % tout au long de 2016**

Contribution à l'écart de l'inflation par rapport à la cible de 2 %




a. Tient aussi compte de l'incidence sur l'inflation de l'écart par rapport à la relation habituelle entre les prix de l'essence et les cours du brut, ainsi que de l'adoption du programme de plafonnement et d'échange en Ontario

Sources : Statistique Canada et estimations, calculs et projections de la Banque du Canada

continuer d'avoisiner 2 % tout au long de la période de projection, les pressions à la hausse exercées par la transmission des variations du taux de change compensant pour l'essentiel les pressions à la baisse issues de l'offre excédentaire.

La prévision concernant l'inflation mesurée par l'IPC global a été revue légèrement à la hausse par rapport à celle de janvier, compte tenu des révisions touchant aussi bien la projection relative à l'écart de production que l'incidence des facteurs temporaires sur l'inflation (**Tableau 3**). Ces derniers sont notamment une modification du point de vue à l'égard de l'évolution des marges sur l'essence, ainsi que la récente annonce d'un dispositif de quotas d'émission cessibles en Ontario[11]. L'incidence de ces facteurs sur l'inflation sera en partie contrebalancée par une révision à la baisse de la transmission des variations du taux de change, le niveau postulé pour le dollar canadien étant maintenant plus élevé. Dans l'ensemble, il est prévu que l'inflation retournera à 2 % de façon durable au cours du second semestre de 2017, soit un peu plus tôt qu'anticipé en janvier.

Les attentes d'inflation à moyen terme sont restées bien ancrées à 2 %. Les compilations de Consensus Economics publiées en mars font état de taux d'augmentation prévus de l'IPC global de 1,6 % pour 2016 (chiffre sans doute attribuable aux faibles prix du pétrole au moment de l'enquête) et de 2,0 % pour 2017. Les résultats de l'enquête sur les perspectives des entreprises menée ce printemps par la Banque montrent qu'une vaste

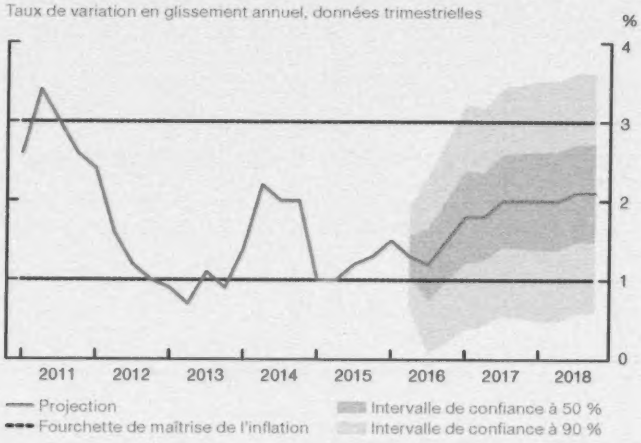
11 La Banque postule des marges sur le prix de l'essence supérieures à ce qu'elle avait projeté dans le *Rapport* de janvier, les marges des raffineurs revenant à la normale d'ici la fin de 2017, soit un an plus tard qu'escompté.

majorité de firmes continuent de s'attendre à ce que l'inflation mesurée par l'IPC se maintienne, au cours des deux prochaines années, à l'intérieur de la fourchette de maîtrise de l'inflation de 1 à 3 % visée par l'institution.

En se fondant sur la dispersion passée des prévisions du secteur privé, la Banque estime qu'un intervalle raisonnable autour de sa projection de référence concernant l'inflation mesurée par l'IPC global est de ± 0,3 point de pourcentage. Cet intervalle vise à donner une idée de l'incertitude entourant les prévisions. Le graphique en éventail, qui est obtenu au moyen d'une analyse statistique des erreurs de prévision de la Banque, offre à cet égard une perspective complémentaire (**Graphique 26**).

Graphique 26 : **L'inflation mesurée par l'IPC global retournera à 2 % durant la période de projection**

Taux de variation en glissement annuel, données trimestrielles




Sources : Statistique Canada et calculs et projections de la Banque du Canada

# Les risques entourant les perspectives d'inflation

Plusieurs risques liés à la conjoncture extérieure ainsi qu'à la situation économique intérieure pèsent sur les perspectives d'inflation. La Banque estime que les risques entourant sa projection de l'évolution de l'inflation sont relativement équilibrés.

## 1) Croissance du PIB réel plus forte aux États-Unis

Les perspectives de croissance du PIB réel et de la production potentielle aux États-Unis ont été révisées à la baisse; or il est possible que cette révision reflète une interprétation trop prudente des tendances concernant l'évolution de la population active et de la productivité. Aux États-Unis, la productivité pourrait augmenter plus que prévu si la faiblesse persistante de la croissance du pays comporte un facteur cyclique dont l'importance dépasse nos estimations. Plus précisément, la reprise économique en cours pourrait avoir comme effet d'accélérer la création d'entreprises, de favoriser l'adoption de nouvelles technologies et de stimuler l'innovation. Par ailleurs, la vigueur soutenue du marché du travail aux États-Unis et la création d'entreprises pourraient ramener les travailleurs découragés au sein de la population active. Chacun de ces changements ferait monter le taux de croissance potentiel de l'économie américaine et dynamiserait la croissance du PIB réel. Une plus forte expansion aux États-Unis pourrait avoir des retombées positives pour le Canada, du fait de la hausse de la demande d'exportations canadiennes et du regain de confiance à l'échelle mondiale qu'elle induirait.

## 2) Exportations canadiennes plus vigoureuses

Les exportations canadiennes ont récemment repris de la vigueur et dépassent la demande étrangère. La Banque reste néanmoins prudente dans sa projection concernant l'évolution des exportations et estime qu'une partie du raffermissement observé dernièrement est temporaire, étant donné l'incertitude qui entoure le moment où se manifesteront les conséquences de la dépréciation passée du taux de change. Toutefois, ce récent dynamisme des exportations pourrait indiquer que l'incidence de la dépréciation du dollar est plus positive. De fait, les entreprises ont peut-être commencé à profiter de leur avantage concurrentiel en termes de prix pour accroître leur part de marché à l'étranger. Dans ce cas, la récente vigueur des exportations pourrait se révéler plus durable que la Banque le suppose dans son scénario de référence, d'autant que la demande américaine

et mondiale se raffermit. Les exportations pourraient continuer de dépasser la demande étrangère pendant un certain temps, car les entreprises tirent profit de la nouvelle conjoncture.

### 3) Comportement plus prudent chez les consommateurs canadiens

Les dépenses des ménages canadiens ont soutenu l'activité économique et devraient continuer de le faire durant la période de projection. La confiance des consommateurs a sensiblement diminué à la suite du choc des termes de l'échange, tout particulièrement à cause de la détérioration de la confiance dans les régions productrices d'énergie. À mesure que le choc de revenu s'accentuera, le recul de la confiance risque de se diffuser à plus grande échelle. Les ménages étant plus endettés, ils pourraient être amenés à plus de prudence et à épargner davantage que ce que permettent de prévoir les données historiques.

### 4) Ajustement plus prononcé de l'économie canadienne aux bas prix de l'énergie

Il subsiste une incertitude considérable quant à la capacité des producteurs d'énergie et des entreprises de secteurs connexes à maintenir leur niveau d'activité dans le contexte actuel de prix bas. Même si des risques à la hausse pèsent sur les cours de l'énergie à moyen terme, plus cette situation de bas prix se prolongera, plus il y a de chances que les entreprises soient forcées de restreindre — de façon plus marquée qu'envisagé actuellement — la production, l'emploi et les dépenses d'investissement, ce qui aurait des conséquences négatives pour les régions productrices d'énergie et l'économie en général.

### 5) Croissance économique plus lente dans les pays émergents

Dans un certain nombre de pays émergents, la croissance pourrait être plus lente que prévu, en particulier parmi les pays exportateurs de produits de base, parce que certains des pays émergents déjà en récession pourraient devoir faire face à un regain de tensions, et d'autres, être soumis à des pressions. Un durcissement accru de la politique monétaire des États-Unis serait susceptible de provoquer d'importantes sorties de capitaux, un resserrement des conditions du crédit, ainsi que des risques associés aux emprunts dans les économies émergentes où ont été émis d'importants montants d'obligations de sociétés libellées en dollars américains. Les réformes structurelles majeures, qui sont nécessaires afin de relever le rythme de la croissance de la production potentielle, pourraient aussi s'en trouver retardées. En outre, le système financier chinois pourrait être soumis à des tensions en raison de l'accentuation anticipée des déséquilibres financiers, les autorités privilégiant la croissance à court terme, ce qui pourrait générer des retombées plus larges sur l'activité économique. Le ralentissement de la croissance en Chine ou dans d'autres pays émergents pourrait toucher le Canada de diverses façons, notamment en abaissant les prix des produits de base, en réduisant les exportations, et en augmentant l'incertitude et la volatilité des marchés financiers.

# Annexe : Mise à jour des estimations de la croissance de la production potentielle

La présente annexe fait le point sur les estimations de la croissance de la production potentielle formulées par la Banque jusqu'en 2020 (**Tableau A-1**)[1]. La production potentielle peut être décomposée en deux éléments principaux : le facteur travail tendanciel (tendance du nombre d'heures travaillées) et la productivité tendancielle du travail (tendance de la production par heure travaillée). Il importe de noter que ces estimations se fondent sur divers modèles et indicateurs, ainsi que sur le jugement de la Banque du Canada.

Selon les estimations, la croissance de la production potentielle sera plus faible que la Banque ne le prévoyait lors de sa dernière réévaluation, effectuée en avril 2015. Cette révision à la baisse tient en grande partie au nouveau recul des prix du pétrole et d'autres produits de base. Ce recul s'est traduit, dans le secteur des ressources, par des investissements des entreprises inférieurs à ce qu'ils auraient été autrement, ce qui a entraîné une progression plus lente de l'intensification du capital et de la productivité du travail. Les investissements à l'extérieur du secteur pétrolier et gazier ont également été inférieurs aux prévisions, mais ils devraient se redresser.

Le rythme d'accroissement tendanciel du facteur travail continuera de se modérer graduellement au cours de la période de projection, passant de 0,7 % en 2015 à 0,4 % en 2020, sous l'effet des tendances démographiques en cours. Le facteur travail tendanciel peut être décomposé en trois éléments : la population en âge de travailler, le taux d'emploi tendanciel et la moyenne tendancielle d'heures travaillées par semaine. Le taux de croissance de la population en âge de travailler devrait connaître un ralentissement associé au vieillissement de la population. Le vieillissement de la population devrait aussi s'accompagner d'une diminution des taux d'emploi tendanciels et de la moyenne tendancielle d'heures travaillées (**Graphique A-1**). En effet, les travailleurs de plus de 55 ans sont moins susceptibles d'être employés et, lorsqu'ils le sont, ils travaillent vraisemblablement moins d'heures que les personnes dans la force de l'âge (25 à 54 ans). Les montées récentes du taux d'activité des travailleurs âgés ne compensent qu'en partie les autres tendances démographiques négatives.

1 Le présent rapport présente un horizon de prévision de la croissance de la production potentielle qui est plus éloigné qu'à l'accoutumée afin d'illustrer toutes les répercussions de l'ajustement prolongé de l'économie canadienne face à la chute des prix des produits de base. Pour en savoir plus, voir A. Agopsowicz, D. Brouillette, S. Cao, N. Kyui et P. St-Amant (2016), *April 2016 Annual Reassessment of Potential Output in Canada*, note analytique du personnel n° 2016-4, Banque du Canada.

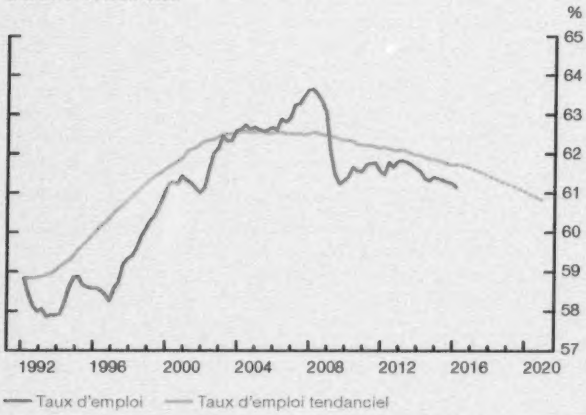
**Tableau A-1 : Taux de croissance projeté de la production potentielle**
Taux de variation en glissement annuel[a,b]

| | 2015 | 2016 | 2017 | 2018 | 2019 | 2020 |
|---|---|---|---|---|---|---|
| Fourchette de la production potentielle | de 1,4 à 1,8 | de 1,2 à 1,8 | de 1,0 à 2,0 | de 0,9 à 2,1 | de 0,9 à 2,3 | de 0,9 à 2,3 |
| Point médian de la fourchette | 1,6 (1,8) | 1,5 (1,8) | 1,5 (1,8) | 1,5 | 1,6 | 1,6 |
| Croissance tendancielle du facteur travail | 0,7 (0,6) | 0,7 (0,6) | 0,6 (0,4) | 0,5 | 0,5 | 0,4 |
| Croissance tendancielle de la productivité du travail | 1,0 (1,2) | 0,8 (1,2) | 1,0 (1,4) | 1,1 | 1,1 | 1,2 |

a. Les chiffres entre parenthèses sont tirés du *Rapport* d'avril 2015.
b. Du fait que les chiffres sont arrondis, la somme des éléments ne correspond pas toujours au total.

**Graphique A-1 : Le vieillissement de la population entraîne un ralentissement de la croissance tendancielle du facteur travail**

Données trimestrielles

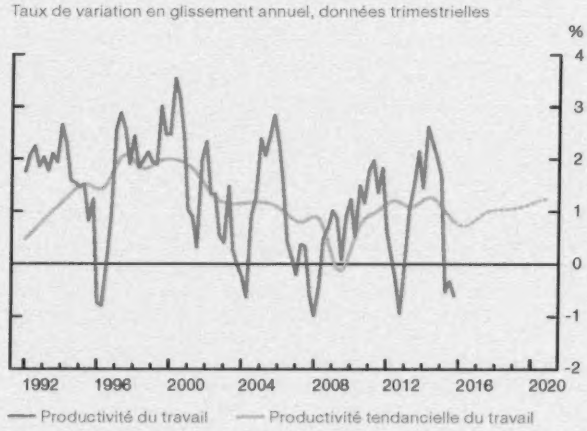



Sources : Statistique Canada et calculs et projections de la Banque du Canada

Dernière observation : 2016T1 (taux d'emploi)

**Graphique A-2 : L'ajustement en cours dans l'économie devrait donner lieu à une amélioration graduelle de la croissance de la productivité tendancielle du travail**

Taux de variation en glissement annuel, données trimestrielles




Sources : Statistique Canada et calculs et projections de la Banque du Canada

Dernière observation : 2015T4 (productivité du travail)

Le rythme d'augmentation tendanciel plus lent de la productivité du travail contribue également à affaiblir la croissance de la production potentielle entre 2015 et 2017, comparativement au passé récent (**Graphique A-2**). La productivité tendancielle du travail dépend de l'intensification du capital et de la productivité tendancielle totale des facteurs. L'intensification du capital ne favorise que modestement la croissance tendancielle de la productivité du travail au cours de la période 2016-2017, ce qui s'explique par la faiblesse des investissements des entreprises attribuable au repli du secteur des ressources. L'intensification du capital augmente de 2018 à 2020, à mesure que se relâche le frein exercé par le secteur de l'énergie sur les investissements, et que la progression des investissements liée à l'expansion dans le reste de l'économie se redresse. La croissance tendancielle de la productivité du travail devrait revenir à sa moyenne historique d'ici 2020.

La croissance tendancielle de la productivité du travail est également touchée par le déplacement de la main-d'œuvre entre les secteurs. Le passage des travailleurs des secteurs à forte productivité (tel le secteur pétrolier et gazier) à d'autres secteurs de l'économie (comme celui des services), où la productivité est généralement plus faible, entraîne une baisse temporaire de la productivité. Cette situation pourrait être aggravée par la productivité souvent plus faible des travailleurs lorsqu'ils commencent un nouvel emploi. À long terme, le recul des prix de l'énergie pourrait favoriser la croissance tendancielle de la productivité du travail en libérant des ressources que les entreprises des secteurs non énergétiques peuvent utiliser pour effectuer des investissements qui augmentent la productivité. De plus, après l'ajustement, les secteurs qui ont généralement affiché une augmentation plus marquée de la productivité pourraient également représenter une plus grande part de l'économie et contribueraient ainsi à renforcer la croissance de la productivité globale.

Une grande incertitude entoure les perspectives de croissance de la production potentielle, compte tenu de l'ampleur du choc des prix des produits de base et de l'ajustement qui s'en est suivi. L'intensification du capital à l'extérieur du secteur des ressources pourrait être à l'origine de gains de productivité plus importants que prévu, les entreprises adoptant de nouvelles technologies pour répondre à la demande des marchés étrangers. Il est par ailleurs possible que la récente période de conjoncture économique défavorable qui se prolonge, aggravée par le repli des prix des produits de base, ait poussé certaines personnes à quitter la vie active. Si ces personnes réintégraient le marché du travail au moment où le secteur hors ressources gagne en vigueur, les taux de croissance du facteur travail tendanciel et de la production potentielle pourraient être supérieurs aux estimations de la Banque. Globalement, une analyse de la sensibilité des résultats aux diverses hypothèses sur lesquelles se fondent les projections laisse entrevoir que la croissance de la production potentielle s'établira dans une fourchette de ± 0,3 point de pourcentage par rapport au scénario de référence pour 2016, passant à ± 0,6 point de pourcentage en 2018, et à ± 0,7 point de pourcentage en 2019 et en 2020.